全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一场与CPI对抗的战争

我们如何打赢财富保卫战

国人财富保卫方略丛书

热钱的偷袭

我们如何应对

Reqian De Touxi
Women Ruhe Yingdui

黎友焕　戚志敏　编著

广东省出版集团
广东经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和
理想藏书55188

一场与CPI对抗的战争

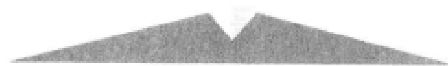
我们如何打赢财富保卫战

国人财富保卫方略丛书

热钱的偷袭 我们如何应对

Reqian De Touxi
Women Ruhe Yingdui

黎友焕 戚志敏 编著



廣東省出版集團
广东经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

热钱的偷袭：我们如何应对 / 黎友焕，戚志敏编著．—广州：广东经济出版社，2011.8
（国人财富保卫方略丛书）
ISBN 978－7－5454－0796－9

Ⅰ.①热… Ⅱ.①黎…②戚… Ⅲ.①投资—研究—中国 Ⅳ.①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 083090 号

出版发行	广东经济出版社（广州市环市东路水荫路 11 号 11～12 楼）
经销	全国新华书店
印刷	惠州报业传媒印务有限公司（惠州市江北文华 1 路惠州日报社内）
开本	787 毫米×1092 毫米 1/16
印张	14.5 1 插页
字数	236 000 字
版次	2011 年 8 月第 1 版
印次	2011 年 8 月第 1 次
印数	1～10 000 册
书号	ISBN 978－7－5454－0796－9
定价	35.00 元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与承印厂联系调换。
发行部地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼
电话：（020）38306055 38306107 邮政编码：510075
邮购地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼
邮购电话：（020）37601950 邮政编码：510075
营销网址：http://www.gebook.com
广东经济出版社常年法律顾问：何剑桥律师

·版权所有 翻印必究·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《国人财富保卫方略》丛书
编辑委员会

编委会主任：刘延平

编委会副主任：黎友焕

编辑委员会委员：（以姓氏笔画为序）

丁慧平　北京交通大学经济管理学院教授、博士生导师
王再文　中央财经大学中国发展研究院教授、博士
王学武　广东商学院教授、博士
叶　龙　北京交通大学经济管理学院副院长、教授、博士生导师
叶祥松　广东商学院经济贸易与统计学院院长、教授、博士生导师
刘纪显　华南师范大学经济管理学院教授、博士生导师
刘延平　北京交通大学经济管理学院院长、教授、博士生导师
孙红梅　陕西科技大学管理学院院长、教授、博士
孙明泉　光明日报理论版副主任、主编、博士
陈宏辉　中山大学岭南学院副院长、教授、博士生导师
陈德萍　广东外语外贸大学副校长、教授、博士
李树民　西北大学经济管理学院教授、博士生导师
李　政　广东商学院副教授、博士
李丽辉　西安财经学院学科建设办公室主任、教授、博士
吴克昌　华南理工大学公共管理学院院长、教授、博士
张　群　北京科技大学经济管理学院院长、教授、博士生导师
张明玉　北京交通大学经济管理学院党委书记、教授、博士生导师
赵景峰　西北大学经济管理学院教授、博士生导师
高　闯　首都经贸大学校长助理、教授、博士生导师
郭文美　美国新墨西哥大学（University of New Mexico）博士
曹明福　天津工业大学经济学院副院长、教授、博士
喻卫斌　广东商学院人事处副处长、教授、博士
黎友焕　北京交通大学经济管理学院博士后，广东省社会社科综合开发研究中心主任、研究员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

面对经济乱象，我们如何应对

梁桂全

2011年第一季度，为刺激疲弱的经济实现增长，美国、欧盟、日本等三大经济体陆续采取了传统的和非传统的扩张性货币政策，持续释放资金流动性（简称“流动性”）。美联储于2011年3月15日晚公开市场委员会决议，维持6000亿美元的第二轮量化宽松计划和基准利率在0～0.25%之间不变，美联储主席伯南克接受美国媒体采访时表示，美联储愿意购买比6000亿美元更多的国债。这意味着第二轮量化宽松政策还没有全部落实，美联储已经开始酝酿第三轮宽松货币政策。第一季度，欧元区经济复苏态势良好，但是受困于债务危机、高油价、高通胀等问题，势必会对疲软的欧元区经济带来更大考验。2011年3月11日发生的日本地震、海啸以及引发的核泄漏危机后，日本央行向金融市场投放的流动性已达到56.8万亿日元（约7100亿美元，截至2011年3月22日）。此外，中东及北非地区地缘政治局势动荡、新兴国家市场未来走向的不确定性，加上国际粮食、铁矿石等原材料产品价格因气候、需求等各方面因素影响而持续上涨，全球通胀预期逐步升高，将促使大量资金涌入国际商品期货市场，市场投机活动将会再次抬头甚至盛行，国际金融市场都动荡不安。

近年来，中国的房市、股市越来越火暴，房价快速上涨远远超过普通民众的支付能力。投机气氛日盛，尤其2010年以来楼市更是高烧不退；国内CPI指数持续上行，我国输入性通货膨胀压力明显增大；贫富差距进一步拉大的客观现实等，以我国股市为例，我国股市市盈率动辄高达40～50倍，乃至上百倍，每年换手率达300%～400%，是欧美发达国家和地区的数倍。证券市场的投机性特征极为突出。这一系列的迹象都表明中国已经呈现出显著的投机狂热的特征，国内金融市场波动加剧，国民财富保护工作提上日程。

尽管在“两会”上，温家宝总理表示，政府将要抑制投机，主要是利用信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷的杠杆，并且加强对土地的管理，首先确保保障性住房，对于投机的土地使用要严加管理。“我相信，经过我们一段的努力，房价会回到合理的价位，我有这个信心。”（温家宝语）2011 年初始，中央经济工作会议也屡次提出，加强和改善宏观调控，保持经济平稳健康运行。但是世界经济复苏的不稳定性和不确定性，以及输入性通胀给中国经济带来的隐忧等挑战，一次又一次地表明中国宏观微调的“失效”。

以史为鉴，可以知兴替。20 世纪美、日等国的经济泡沫破裂所造成的严重影响，已经为当前的中国经济敲响了警钟。股市非理性繁荣、房地产泡沫化、固定资产投资过快增长、大宗商品价格暴涨引发通胀高企、宽松的货币政策引发流动性过剩、外汇资本快速流入以及贷款迅猛增加……关于中国是否存在泡沫的讨论此起彼伏，这些已经存在于中国经济的特征，正在逐步把中国推向经济危机的深渊，一旦这些泡沫破裂，中国的经济将脆弱不堪。

这套《国人财富保卫方略》丛书，与市面上的同类图书相比，涵盖的内容具备知识性（包括基础知识和中外历史经验）、现实性（中国目前的状况）、实用性（对策），既有专业深度，又有知识的广度，“通胀、投机、汇率、热钱、泡沫、利率”等各个话题，均呈现出一定的理论性，更具备可读性和通俗性，不论是大众读者，还是专业学者，都不啻为一套开阔视野、增长见识、洞悉中国经济本质的好书！

鉴往知来。现在读者看到的历史，无一不是先行者当年的心血凝聚；今天所做的一切，也必将成为后来者反复品读的经典素材。黎友焕作为青年学者，先后承担过国务院办公厅、教育部人文社科基金、国家和省社科基金、广东省委省政府等众多研究课题，科研成果颇丰，很多成果已经成为同行学者研究的重要文献被广泛转摘。多年来，他坚持实地调研和理论研究相结合，身处理论与实践前沿，以其深厚的经济学素养、扎实的文字功底和敏锐的经济学眼光，捕捉近十多年来中外、特别是中国经济的剧烈变革所带来的猛烈冲击，演绎成著。这套丛书就是黎友焕及其研究团队的一帮热心的经济学者从民生角度出发，为国人悉心剖析、娓娓道出“通胀、投机、汇率、热钱、泡沫、滞涨和利率”等众多乱象的力作，读来仿若醍醐灌顶之感。

青灯黄卷，足见功夫。“青灯黄卷伴更长，花落银釭午夜香。”我很乐意为这套丛书，结合当前工作，作些思考，形成文字，是为序。

（作者系广东省社会科学院院长、研究员）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　　言

2008 年全球金融危机过后，西方各发达国家为尽快恢复本国经济纷纷实施宽松的货币政策，并且一些发达经济体预计在未来一段时间内持续维持宽松的货币政策。与之相反，危机过后我国经济领先于发达国家表现出回暖的苗头，宏观经济增长的内生性动力增强，世界各大机构纷纷唱多中国经济发展，再加上人民币升值预期等因素，境外热钱便纷纷大量涌入中国境内。与之相应，在此期间我国股市、楼市等资本市场价格也都迅速飙升至新的水平。热钱入境给我国经济正常运行带来了不安定因素，重视并且行动起来，防范热钱流入已成为我国亟待完成的任务。

国务院总理温家宝在十一届人大四次会议所作政府工作报告中就曾强调，我们要“密切监控跨境资本流动，防范‘热钱’流入”。

另外，2011 年 1 月 18 日，中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长易纲系统总结“十一五”期间外汇管理工作取得的成就，并展望“十二五”工作中表示：“如何在有效控制风险的前提下，有效甄别合理投资和投机套利行为，既为市场主体的正常经营提供尽可能的便利化措施，又对跨境资金的异常流动实施有效监管，已成为外汇管理部门面临的现实课题”。同时他还表示将要继续保持对异常跨境资金流入的高压态势，坚持点面结合，选择若干重点分局，针对重点地区、行业和企业，开展深入细致的专项检查，依法严厉处罚经查实的违规案件和主体，提高打击的有效性和针对性。严厉打击“热钱”等各类违法违规外汇交易活动，开展应对和打击“热钱”专项行动，有针对性地查处重点主体、重点渠道“热钱”的流入。严厉打击地下钱庄、非法买卖外汇、网络炒汇等违法违规外汇交易，加大大案、要案查处力度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书正是在这种背景下产生，为带领读者弄明白我国境内热钱的来龙去脉以及热钱入境后对我国经济社会的影响，我国政府、企业及国民应如何防御热钱带来的冲击，本书可用三大部分六个章节的篇幅来介绍。

第一部可叫做认识篇，共分三个章节。第一章，首先通过对热钱概念及特征的介绍，帮助读者在脑海中勾画出对热钱认识的大概轮廓。接着，介绍了热钱形成的历史背景以及热钱如何冲击一国经济秩序的相关案例，以此希望帮助读者对热钱认识轮廓更加清晰。最后，带领读者一起通过对当今国际金融形势的分析，猜想热钱未来的发展趋势。第二章，首先通过对媒体学者以及官方就热钱入境规模讨论的介绍，帮助读者在数量上对周小川“池子”里的“金融鳄鱼”有个初步了解；其次，从热钱入境的历程以及阶段性特征两个角度对热钱入境中国情况进行了概述；再次，从人民币升值预期、利差、良好的资本市场等因素分析了国际游资进入我国境内的动因；最后，选取我国香港、澳门、台湾三个地区为代表来介绍我国境内周边地区和国家热钱流动情况，以此帮助读者认清热钱入境前驻足地的状况。第三章，笔者主要从贸易、外商投资、金融机构业务转移、资本项目下其他渠道、出入境私带、经常账户下非商品贸易款途径以及境外企业转移资金等角度分析境外热钱如何避开国家的法律监管通过地下钱庄进入我国境内。

第二部涉及热钱的影响，共有第四章、第五章两个章节。第四章，主要从楼市、股市、大宗商品市场以及银行储蓄、民间借贷等角度探讨热钱入境后的去向以及热钱如何助推我国房地产价格的上涨、如何成为股灾发生的助推器、如何炒作农产品等大宗商品影响民生等。第五章，题为“热钱与几个社会热点问题的不解之缘”，笔者主要从通货膨胀、人民币升值以及我国金融体系的稳定三个角度来探讨热钱如何加剧通货膨胀的上升、热钱流入与人民币升值之间的亲缘关系以及热钱干预了我国货币政策的有效性、影响了我国金融市场的安全性等。

第三部分可称为对策篇，即第六章。本章首先从打响热钱保卫战是亟待完成的任务以及其他国家监管热钱的实践两个角度说明我国开展狙击热钱的重要意义，接着从流入渠道、楼市、资本市场、大宗商品市场等角度给出相应的对策思路，最后本书以向读者展现目前我国反热钱战争中取得了哪些成果而结尾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的一大特点是立足群众，生动有趣。在编写的过程中笔者不仅尽量以简单易懂的语言向读者解释清楚我国境内热钱的基本情况，而且书中还融入了大量的纪实性案例以及新闻报道，目的就是想为读者带来轻松愉快的阅读感觉。

本书的撰写和定稿，是由教育部人文社科基金项目“中国金融风险防范问题研究——基于境外热钱在中国大陆异常流动背景”（10YJA790085）课题组、广东省社会科学院“境外资金在我国大陆异常流动研究”课题组和《国人财富保护方略丛书》编委在收集大量理论资料和现实案例、通读相关书籍的基础上悉心编写的。书中参考了很多同行的研究成果，也得到了很多朋友的支持和关系，在此，一一感谢。书中内容，难免有错误遗漏和不足，望读者一一批评指正。

编　者

2011 年 6 月 15 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录

Contents

第一章 热钱——"金融鳄鱼"的前世今生

第一节 热钱的概念及其本性 /2

一、何为热钱 /2

二、热钱的本性是什么 /5

第二节 "金融鳄鱼"的血腥之路：乔治·索罗斯的投机案例 /7

一、热钱——"金融鳄鱼"降生的历史背景 /8

二、乔治·索罗斯与英国央行的英镑之战 /10

三、索罗斯狙击东南亚之战 /14

四、1998 年香港金融保卫战 /18

五、2010 年索罗斯携巨资重返香港，豪赌人民币升值 /22

第二章 周小川"池子"里的"金融鳄鱼"

第一节 有关周小川"池子"里"金融鳄鱼"体积的讨论 /25

一、国内媒体学者眼中的体积 /25

二、官方眼中的体积 /29

第二节 "金融鳄鱼"进入"池子"里的足迹及阶段性特征 /38

一、"金融鳄鱼"进入"池子"里的足迹 /38

二、"金融鳄鱼"进入"池子"里的阶段性特征 /40

第三节 "金融鳄鱼"缘何虎视中国市场 /42

一、人民币升值预期及利差因素 /44

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、良好的资本市场是热钱入境的特殊动因 /51
三、其他影响因素 /53
第四节 屯兵城下，虎视眈眈 /57
一、中国香港地区热钱状况 /57
二、台湾地区热钱状况 /63
三、澳门地区热钱状况 /65

第三章 境外热钱进入中国内地的重要渠道——地下钱庄

第一节 地下钱庄的前世今生 /68
一、传统型钱庄 /68
二、现代型钱庄——地下钱庄 /69
第二节 地下钱庄操作手段 /70
一、贸易途径 /71
二、外商投资途径 /75
三、金融机构业务转移途径 /77
四、资本项目下其他渠道 /78
五、出入境私带途径 /78
六、经常账户下非商品贸易款途径 /79
七、境外企业转移资金途径 /80
第三节 热钱借道地下钱庄相关案例 /80
一、央视经济半小时记者暗访地下钱庄 /80
二、黄光裕赌钱资金链揭秘 澳门10亿元赌债如何划转 /83
三、基层银行配合地下钱庄 热钱借道长驱直入 /87
四、“杜氏地下钱庄”43亿洗钱大案关键细节 /89
五、鄂尔多斯富商——金立斌之死 /90

第四章 “金融鳄鱼”入境后的动向及其带来的破坏

第一节 进入楼市 /94
一、热钱为何青睐楼市 /94
二、热钱有何魔力助推房地产泡沫的成长 /98
三、热钱进入楼市给人民带来的伤害 /101

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 热钱进入股市 /103
一、我国股市是热钱入境后的温床 /103
二、热钱，股灾发生的助推器 /108
三、2006—2009 年中国股市“N”型形成背后的原因 /110
第三节 热钱炒作大宗商品 /112
一、国际热钱为什么会瞄上大宗商品 /112
二、热钱如何炒作大宗商品 /114
三、热钱炒作大宗商品对经济社会的影响 /120
第四节 热钱无孔不入 /124
一、以银行储蓄形式存在 /125
二、进入民间放贷 /126
三、炒作艺术品 /130
四、炒作党参、白芍等中药材 /131

第五章 热钱与几个社会热点问题的不解之缘

第一节 热钱与通货膨胀的不解之缘 /134
一、有关通货膨胀的认识 /134
二、热钱有何魔力加剧通货膨胀的上升 /140
第二节 热钱与人民币升值的不解之缘 /143
一、热钱流入与人民币升值之间的亲缘关系 /144
二、人民币汇率走势分析 /146
三、人民币升值将给我国经济带来什么影响 /148
第三节 热钱与金融体系稳定的不解之缘 /151
一、境外热钱干预了我国货币政策的有效性 /152
二、境外热钱已成为我国金融市场的危险分子 /156
三、热钱对其他金融领域的渗透 /159

第六章 我们如何从血腥的“金融鳄鱼”嘴下逃生——打响热钱狙击战

第一节 国际热钱流动的新趋势 /162
一、当前的国际金融形势 /162
二、更多的热钱将涌向新兴市场国家 /163

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、作为新兴市场国家之一的中国未来将吸引更多热钱的流入 /166
第二节 狙击热钱的意义及国际经验 /168
一、打响热钱狙击战是我们亟待完成的任务 /168
二、国际上的热钱监管有哪些实践经验 /170
第三节 反热钱战争的理论探讨 /174
一、官方声音 /174
二、民间声音 /179
第四节 宏观层面驯服“金融鳄鱼”的锦囊妙计 /186
一、封闭流入渠道的锦囊 /186
二、解决热钱对楼市冲击的锦囊 /190
三、解决热钱对我国资本市场冲击的锦囊 /194
四、解决热钱炒作大宗商品的锦囊 /197
五、防范境外热钱对我国金融体系冲击的锦囊 /198
第五节 企业和个人如何从“金融鳄鱼”嘴下逃生的张良计 /201
一、认识并学会辨别热钱 /201
二、把握热钱的流动情况 /203
三、克服“羊群效应”，进行理性投资 /205
四、洁身自好，不参与热钱流动的任一环节 /206
第六节 目前我国反热钱战争取得哪些成果 /209
一、出台相关法律法规 /209
二、行动上取得了哪些收获 /212

参考文献 /214

后 记 /218

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 第一章

热钱——“金融鳄鱼”的前世今生

鳄鱼，概指广泛分布在世界各地的鳄目类动物，其中最主要分布区域为东南亚沿海直到澳大利亚北部。一只成年鳄鱼一般情况下，全长6～7米，重约1吨，最长的还可达10米，他们是现存最大的脊椎类两栖爬行动物，其性情大都凶猛暴戾，喜食鱼类和蛙类等小动物，甚至噬杀人畜。

热钱（国际游资），从其诞生之日起如同鳄鱼一样凶猛暴戾，为追逐利润冲击各国正常的经济秩序，在全世界留下一条血腥之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章首先通过对热钱概念及特征的介绍，帮助读者在脑海中勾画出对热钱认识的大概轮廓。接着，介绍了热钱形成的历史背景以及热钱如何冲击一国经济秩序相关案例，以此帮助读者对热钱的轮廓更加清晰。最后，带领读者一起通过对当今国际金融形势的分析，试着设想热钱未来的发展趋势。

第一节　热钱的概念及其本性

钱，学名又称货币，根据马克思《资本论》的记载，在发达的商品经济中任何一种可以执行交换媒介、价值尺度、延期支付、财富储藏手段、世界货币等功能的商品就可以作为货币。简单地说，货币就是从商品中分离出来固定地充当一般等价物的商品，是商品交换发展到一定阶段的产物。

那么，热钱又是什么，它又有哪些特征呢?

一、何为热钱

2003 年以来，随着境外热钱对我国经济社会影响程度的加大，热钱逐渐演变成为社会热门词汇之一，上至国家领导，下至普通百姓都在关注着、述说着热钱，然而热钱究竟是什么呢?根据国内外有关文献分析，国内外学者关于热钱概念的争论已有 180 多年的历史，然而迄今尚未在较广范围内达成一个统一的概念。

《牛津高阶英汉双解词典》(商务印书馆 1997 年版）认为热钱是“投机者为追求高利率及最大获利机会而由一金融中心转移到另一金融中心的频繁流动的资金。”The American Heritage 出版的《英语词典》(第四版，2000）从投资形式的角度认为：“热钱是其持有者迅速地从一种投资形式转换为另一种投资形式，以取得国际汇率变化的好处，或获得投资的短期高收益为目的的货币。”《新帕尔格雷夫货币金融大词典》(2000，中文版）从汇率制度的角度将热钱定义为“在固定汇率制度下，资金持有者或者出于对货币预期贬值（或升值）的投机心理，或者受国际利率差收益明显高于外汇风险的刺激，在国际间掀起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大规模的短期资本流动，这类移动的短期资本通常被称为游资。”在该定义中可以看出，国际游资存在几个关键特征：第一，国际游资往往同一定的汇率制度相联系，即一般是发生在固定汇率制度下；第二，国际游资的流动往往是同一国货币存在升值或贬值预期有关，进一步地，与风险和收益相联系；第三，从时间上来看，国际游资的流动往往非常迅速，在一国境内存续的时间较短，因而在英文中国际游资称为热钱（Hot Money）。

1997 年东南亚金融危机过后，国内学者也开始密切关注热钱并进行了有关国际热钱的讨论。近年来，在人民币存在升值压力的情况下，我国又掀起了关于国际热钱的探讨。我国国内学者对国际热钱的认识，总结起来，一般强调热钱的投机性，将热钱定义为以短线投机获利为目的的投机性资金。

《中华金融辞库》将国际游资界定为“国际短期资本市场中那些高度流通、期限较短、追逐高利的投资资金”。夏斌、郑耀东（1997）在《中国社会游资变动分析》一文中认为，一般意义上的游资，即热钱。是指为了追求高额投机利润从一国金融市场向另一国金融市场流动、积累和炒作的短期资金，即通常所说的国际游资。但是具体到某一国家内，游资是很难界定的一个概念；哪些属于正常的资金流动而哪些又属于非正常的游资，在一个国家内的金融账户上难以准确划分。韩继云，陈西果（2007）在《非正常外资流入快速膨胀及狙击策略》一文中认为，国际“热钱”、“游资”是人们对投机性短期资本的通俗说法，是充斥在世界上无特定用途的流动资金，是 20 世纪 80 年代以后，国际金融市场上出现的巨额游资。也有人形象地把投机性短期资本称作“过江龙”、“金融鳄鱼”。[①]

广东省社会科学院研究员，“境外热钱异常流动研究”课题组组长黎友焕博士（2008）认为：热钱是“Hot Money”的直译，又称“游资”。在固定汇率制度下，资金持有者出于对货币预期贬值（或升值）的投资心理，或者受国际或地区间利率差收益明显高于外汇风险的刺激，在国际或地区间掀起大规模的短期资本流动，这类移动的短期资本通常被称为热钱。[②] 国家外汇管理局副局长邓先宏（2010）认为：“在我国，由于存在资本项目管制，所谓‘热钱’应

---

① 韩继云，陈西果．非正常外资流入快速膨胀及狙击策略［J］．经济研究参考，2007 年第二期。

② 黎友焕．警惕境外热钱异常流动［J］．银行客户，2008 年第 6 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明确为那些纯粹以投机套利为目的、无真实贸易或投资背景的国际收支交易及跨境资金流动。”①

对于热钱概念的界定，不同的学者、媒体以及官方都有各自不同的观点，进而对境外热钱入境规模、热钱入境后对我国经济社会有着什么样的影响等相关问题有着不同的说法。正如读者从电视、报纸、杂志等上面所看到的：有些媒体以及学者认为我国境内没有热钱，而另外有些媒体和学者认为目前已有大量的热钱进入我国境内；同时有些媒体及学者、官员认为，热钱对我国经济社会没有什么影响，我们没有必要引起重视，而同时有些人却认为鉴于热钱的本性，热钱入境后扰乱我国正常的经济次序，助长了我国经济泡沫的产生，严重危害了我国经济社会，我们应给予高度重视。

为下文写作的需要，本书认为：热钱是“Hot Money”的直译，又称“游资”。资金持有者出于对货币预期贬值（或升值）的投资心理，或者受国际或地区间利率差收益明显高于外汇风险的刺激，在国际或地区间掀起大规模的短期资本流动，这类移动的短期资本通常被称为热钱。简单地说，“热钱”就是根据其预期收益而流动的投机性短期资本。是在国内外金融市场上对各种经济金融信息极为敏感的、以高收益为目的但同时承担高风险的、具有高度流动性的短期投机资金。

我们常说的境外热钱，顾名思义，是指来自境外的热钱。具体是指来自国外和港澳台的资金，主要采取短期投机的方式快速进出我国境内以逐利。对境外热钱的理解主要把握如下几点。第一，境外热钱来自境外，它不同于国际热钱，因为在范围上它包含更广，不但来源于国外，也来源于港澳台，而且也包括从境内流出，又通过种种渠道重新流入的短期投机资金。第二，境外热钱属于国际资本流动的范畴。从国际资本流动的时间来考察，国际资本流动可分为短期资本流动和长期资本流动。其中短期资本中的投机性资本就是指境外热钱。第三，热钱是以逐利为目的。不管热钱进入的途径是什么，热钱的量有多少，其最终目的是逐利。第四，境外热钱来源于境外，迟早必然连本带利返回境外。至于什么时候返回主要取决于吸引热钱逐利的条件是否还存在等因素。

① 国家外汇管理局.《科学全面看“热钱”》. 2010-07-05。
http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=90000000000000000，804

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、热钱的本性是什么

鳄鱼往往都有嗜血的本性，作为“金融鳄鱼”热钱也不例外。为追逐高额利润，从诞生之日起就在全球范围内四处游荡寻找猎物。一个嗜血的家伙其外在必然也会展现出某些与众不同的特征，此部分主要从热钱的基本特征和流动性特征两个方面来反映热钱的嗜血本性。

（一）七大基本特征

1. 高灵敏性

热钱的高敏感性是指，热钱敏感关注资金流通的效率性使其能充分地在运动中最大限度实现自我膨胀。基于对一国或世界经济金融现状和趋势的充分了解，对各个金融市场汇差、利差和各种价格差、对有关国家经济政策指导等高度敏感，热钱总能迅速地在短时间内作出相应反应。

2. 高流动性与短期性

资本的趋利性决定了其流动的速度与方向，热钱作为一种短期的流动资本，它的流动最为迅速与频繁，在敏感性的基础上，他们会迅速进入有钱可赚的地方，而迅速逃离风险加大的地方，表现出极大的短期性，甚至有时候超短期性，即在一天或者一周之内迅速进入或迅速退出。另外他们还能迅速地从一个市场转移至另一个市场，频繁地突破国界的限制，寻求最大的获利机会。在大多数情况下，热钱并没有固定的投资领域，它既可以在各证券市场上快速周转，也可以在房地产市场、敏感性商品市场及其他投机性强的市场上频繁转移，只要能获利，热钱就大规模流入。

3. 投资的虚拟性强与投机性

热钱属于虚拟资本中短期流动资本，一般都没有直接进入生产过程，既不创造就业和提供服务，也不对企业实际控制并承担生产经营风险，因此它对创造和实现价值增值的过程不直接发生作用，仅能够带来收入的可交易的资本价值凭证。目前，热钱的增长已远远超过贸易的增长，并且体现出不受经济周期影响的趋势。一些地位突出的离岸金融中心出现在经济和贸易不太发达的巴哈马、百慕大、开曼群岛等国家和地区的事实表明，热钱已经摆脱了对实质经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的依赖关系，可以通过投机交易来虚拟支撑该国的国民经济总量。

4. 高风险与高收益性

追求高收益是境外热钱在国内市场流动的最终目的，伴随着高风险使其获得的是利用杠杆效应下的超高利润。如何才能有效和及时地高度运用“杠杆原理”，使得投机时机的选择、投机力度的把握以及投机资产组合等均达到最佳，专业化的金融投机技术必不可少。随着不断的金融创新和金融深化，通过买空或卖空进行的风险性营利买卖，利用国际市场上行市的涨落差，以及行市的发展趋势进行投机，以取得巨额利润，热钱已经成为国际上一种专业化的投机资本，对各个市场进行无孔不入的侵袭。

（二）流动性特征

国内学者普遍认同热钱入境主要是以短线投机获利为目的，其最大特征就是快进快出，即具有非常强的流动性。为进一步认清热钱的这一特征，笔者在此特意将其从基本特征中拎出来重点介绍。

20 世纪 80 年代以来，经济全球化促进了资本的快速流动，尤其是国际游资的快速流动。据国际货币基金组织估计，为追逐高额利润而游动在各国金融市场上的各种短期资本，已从 80 年代初的 30000 亿美元上升到 1997 年年底的 72000 多亿美元，相当于全球国民生产总值的 20%。如按天计算，约为 200 亿美元，几乎是世界商品贸易额的 100 倍。① 据国际清算银行统计，2004 年全球外汇市场日交易量升至 19000 亿美元，这当中九成在从事国际金融投机。② 这些数据在一定程度上都反映了国际游资的快速流动对全球金融市场的运行和发展产生巨大影响。为使读者理解热钱的快速流动如何影响全球金融市场的运行和发展，笔者在此将流动主要特征归纳以下几方面：

（1）机构投资者成为当今国际游资的主要行为主体。机构投资者包括投资基金、投资银行、商业银行、证券公司、保险公司，其中又以各类投资基金为主。这些机构投资者在决定国际游资流向的过程中发挥了巨大的作用。

（2）证券资本成为国际游资的主要流动形式。国际游资以各种高流动资产形态出现，在不同时期其资产形态亦有不同。随着证券化浪潮席卷世界各地，

① 宋文兵．国际短期资本的流动机制．华东师范大学博士学位论文，1999 年 5 月，第 1 页。
② 冯菊平．国际游资与汇率风险．北京：中国经济出版社，2006 年版，第 30 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券发布也超过国际银行贷款和直接投资成为最重要的国际资本流动方式，证券化资产已经迅速成长为国际游资的主要存在形式。

（3）私人资本逐步变成国际游资的主要驱动力量。近年来，政府及商业银行的贷款已不再占据主导地位，私人资本的流量远远超过了政府和商业银行贷款。例如，进入20世纪90年代后，流入发展中国家的私人资本始终占资本流入总量的80%以上。

（4）国际游资流动的倾向明显。国际游资倾向于流向亚洲和拉丁美洲这两个发展中国家地区。因为发展中国家的高成长性和经济发展潜力，能够为资本带来更高的回报率；同时许多国家在法律、制度不健全的情况下，纷纷开放投资领域，投机机会比发达国家成熟市场多。

第二节 “金融鳄鱼”的血腥之路：乔治·索罗斯的投机案例

20世纪70年代以来，世界各国普遍放松资本管制，实行金融开放政策。金融开放确实在一定程度上优化了全球金融资源的配置，促进了各国金融和经济的快速发展，但随之而来的是国际资本流动的规模越来越大。伴随着经济全球化和金融自由化的不断发展和深入，国际资本特别是国际短期资本中的投机性资本（一般称之为热钱）以其规模大、速度快、隐蔽性强等特点和优势，在世界各国游走，并直接或间接导致近几十年的几次较大的金融危机，其深刻影响着各国经济发展乃至经济全球化的进程。热钱是造成全球金融市场动荡乃至金融危机的重要根源，从1992年的欧洲货币体系危机、1994—1995年的墨西哥危机到1997—1998年的亚洲金融危机，再蔓延到巴西危机和2000年的阿根廷危机以及2008年的全球金融危机，虽然每次危机表现形式不同，但热钱均在其中扮演了重要的角色，起到了推波助澜的作用，对当地的资本市场、银行体系、汇率制度以及货币政策产生了巨大影响。特别是1992年的欧洲货币体系危机、1997年的东南亚金融危机，使人们充分认识到热钱对一国甚至世界经济的巨大破坏力。本节在介绍热钱降世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的历史背景基础之上，主要选取索罗斯如何携带国际游资进行英镑之战和东南亚之战两个成功案例，以及香港金融保卫战这个败走麦城案例来侧面反映热钱在国际金融危机中所起作用及威力。



乔治·索罗斯（George Soros），1930年出生于匈牙利布达佩斯，美籍犹太裔商人；著名的货币投机家，股票投资者，慈善家和政治行动主义分子；索罗斯基金管理公司和开放社会研究所主席。他曾经以募集大量资金试图阻止乔治·布什的再次当选总统而闻名，也曾经因"英镑危机"、"东南亚危机"等闻名世界。他是金融界的怪才、鬼才，他在国际金融界掀起的索罗斯旋风几乎席卷世界各地，所引起的金融危机令各国金融界闻之色变。从古老的英格兰银行，南美洲的墨西哥，到东南亚新兴的工业国，甚至连经济巨兽日本，都未能幸免在索罗斯旋风中败北。

一、热钱——"金融鳄鱼"降生的历史背景

1492年哥伦布发现新大陆之前，世界各国之间虽然存在一些贸易往来和经济交往，但和今天相比，从量上来说基本可以忽略不计，并且当时也不存在一个由某一地区绝对控制垄断的全球海洋贸易体系，更不存在一个由某一地区主导支配，有着直向隶属关系的全球经济体系。自1500年起，伴随着包括交通运输、冷冻技术、重型货轮等科学技术的不断进步，生产力的进步，国际分工的细化，生产效率的极大提高，从而促使国际劳动分工体系逐步形成和世界经济体系逐步建立，世界经济逐渐往国际化方向发展。世界各国不再封闭，逐步融入经济全球化的浪潮中，国际贸易得到迅速的发展。

特别是第二次世界大战之后（主要集中表现在20世纪八九十年代冷战结束之后），世界经济得到突飞猛进的发展，经济全球化进入了一个新的台阶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要表现为：（1）际投资增长，带来了资本国际化；（2）贸易国际化，贸易成为国际交往中最活跃的环节和各国经济发展中不可缺少的组成部分，世界进出口贸易总额增长比生产的增长速度高得多，它成为国际经济关系中的一个基本特征；（3）金融国际化，国际金融交易大大超过世界生产和商品交易。

其中，投资的全球化与金融的全球化为孕育热钱提供了温床。自从20世纪80年代，随着经济的全球化、信息技术的进步和高新技术产业的飞速发展，跨国公司为了适应更为激烈的全球化竞争，改变过去仅将活动集中在母国或者少数专业市场的做法，开始加大海外投资的力度。根据不同东道国在人才、科技实力以及科研基础设施上的比较优势，在全球范围内有组织地安排科研机构，用以从事新技术、新产品的研究与开发工作，从而促使跨国公司的活动日益朝着国际化、全球化的方向发展。随着世界经济的全球化发展，金融领域的跨国活动也正在以汹涌澎湃之势迅猛发展。金融全球化不仅成为世界经济发展最为关键的一个环节，同时也成为最为敏感的一个环节。金融全球化促使资金在全世界范围内重新配置，一方面使欧美等国的金融中心得以蓬勃发展，另一方面也使发展中国家，特别是新兴市场经济国家获得了大量急需的经济发展启动资金。可以说，世界经济的发展离不开金融全球化的推动。

投资全球化及金融全球化的发展有利于世界各国家（尤其发展中国家）从国际市场引入外资，有利于发展中国家向发达国家学习金融运作的先进经验，提高自身的金融效率等正面效应。然而天使与魔鬼往往是一对孪生兄弟，我们在看到投资全球化及金融全球化的发展给各国经济社会带来正面效应的同时，我们也要觉察到其带来的风险与灾难。金融全球化的发展迫使世界各国本国民族金融业的生存面临巨大压力，为国际游资制造风险提供了条件，加剧了一国经济的泡沫化程度，给该国的金融监管和调控带来严峻挑战。

从1992年的欧洲货币体系危机、1994年的墨西哥金融危机到1997年的东南亚金融危机、1999年的巴西金融危机、2001年的阿根廷危机，再到2008年的全球金融危机等，每次危机无不充分暴露金融全球化带来的风险与灾难，以及热钱在灾难酝酿过程中展现出的“巨大威力”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、乔治·索罗斯与英国央行的英镑之战[①]

1. 战争的起因

1992年2月17日，欧洲共同体十二个国家的外交部长和财政部长在荷兰的马斯特里赫特签署了《马斯特里赫特条约》，该条约以欧洲货币联盟的规定作为核心，条约规定，欧共体（不久改称欧洲联盟，即“欧盟”）各国应当分三个阶段完成统一货币的工作，其中第一个阶段是强化当时已经存在的“欧洲汇率机制”，实现资本的自由流通；第二个阶段是建立“欧洲货币机构”，负责协调欧共体各国的货币政策；第三个阶段是建立统一的欧洲货币（欧元），并把“欧洲货币机构”升格为“欧洲中央银行”，为欧盟各国制定统一的货币政策。如果以上计划能够顺利完成，欧元将成为能够与美元相提并论的超级货币，欧盟十二国的资本市场将实现无缝接轨，资本流通的成本将大大降低，这非常有利于欧洲金融业的发展，欧洲的银行家和基金经理们有望从美国人和日本人手中夺回过去几十年丧失的大片领地。

但是，《马斯特里赫特条约》无法改变欧盟各国经济发展不均衡的现状，所以只能是一个先天不足、命运多舛的条约。处于经济繁荣顶峰的德国主宰着整个欧洲的经济发展，保守党执政的英国则陷于衰退的泥潭；南欧的意大利的经济形势甚至还不如英国。英国人显然知道，欧洲货币的统一只会加剧德国的经济霸权，甚至使“欧洲货币机构”变成德国中央银行的代名词，所以他们战战兢兢，疑虑不已。在签署条约的时候，英国要求欧盟各国承认它“有不参加统一的欧洲货币”，也就是说，当欧元在20世纪末建立的时候，英镑会继续存在下去。

在《马斯特里赫特条约》签署之前，英镑已经处于严重被高估的境地，签署之后，英镑与马克的汇率是1:2.95，这个数字无疑太高了。然而由于英国已经加入了欧洲汇率机制，如果英镑出现异常的贬值或升值，欧洲各国中央银行负有干预外汇市场，稳定英镑汇率的义务。在《马斯特里赫特条约》签署。在联邦德国与民主德国统一之后，由于民主德国地区基础设施建设的影响，德国

① 根据裴明宪．世纪豪赌：索罗斯与英国中央银行的英镑攻防战．天涯社区，2006－07－21 整理而得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济出现了过热的趋势，德国中央银行不得不调高利率，以抑制通货膨胀，这又给英镑带来了更大的压力。面对德国中央银行的加息，英国中央银行——英格兰银行只有两个选择：要么跟随德国的步伐，增加英镑利率，以维持英镑在资本市场的竞争力；要么筹集足够的资金，在外汇市场上大量购买英镑，维持英镑汇率的稳定。两条路都要付出沉重的代价。如果加息，无疑将给英国低迷的经济加上最后一块无法承受的巨石；如果筹集资金稳定市场，英国政府和中央银行一时又拿不出这么多资金，只能向其他国家政府或国际组织借贷。一旦稳定市场的努力失败，英国政府必将巨额亏损，背负上沉重的外债包袱。在当时的严峻形势下，英国最好的出路是说服德国降低马克利率，减轻英镑的升值压力，可惜德国人并不想帮英国人这个忙；其次是说服欧洲其他国家，暂时容忍英镑的贬值，可惜欧洲各国几乎不可能同意这种请求；再次是坚定不移地主动加息，不惜以牺牲经济复苏为代价，先稳定住目前的局势，让全世界的金融投机家明白英国政府维持英镑汇率的决心，这样至少可以维持英国的信誉。但是，当时的英国保守党政府是不可能有这种魄力的。

在英国政府和中央银行的对面，蛰伏着一群能量巨大却鲜为人知的金融投机家，他们来自一种叫做对冲基金的金融投资机构。其中世界上最强大的宏观对冲基金在犹太人乔治·索罗斯的率领下，与英国政府展开一场面对面的决斗。

2. 战役历程

1990 年英国加入欧洲汇率机制（ERM）时，索罗斯就在等待。在他看来，英国犯了一个错误，因为 ERM 要求成员国的货币必须盯住德国马克。索罗斯认为，当时英国的经济并不强劲，加入 ERM，就等于把自己和西欧最强的经济体——统一后的德国联结在了一起，英国将为此付出代价。在欧洲汇率机制从近乎均衡到不均衡的过程中，市场参与者的认识存在一个缺陷：预期欧洲各种货币会在持续进行的程序中统一成单一货币，因此认定汇率波动会比过去缩小，每个人因而争相购买较弱势货币的高收益债券，这使欧洲汇率机制变得比以前更僵化，必须面对激烈变革，而不是渐进的调整。英国政府直到最后一分钟，还向大众保证欧洲汇率机制稳如磐石，但索罗斯绝不相信。当索罗斯准备面对制度的变革而下手，别人却在既有制度下行动。大家都预期渐进的改变，他却看出巨大的差异逐渐形成，洞察到重大的不均衡。结果证明索罗斯是对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，英镑真的崩溃了。

《华尔街日报》发表德国联邦银行总裁史勒辛格的讲话，大意为：只有通过货币贬值，才能消除欧洲汇率机制的不稳定。索罗斯由此判断德国可能采取放弃维护英镑的立场。不久，在一个重要会议上史勒辛格指出：如果投资人认为欧洲货币单位是由一揽子固定货币组成，那就错了。而且特别提到意大利里拉不是非常健全的货币。索罗斯问他，是否喜欢欧洲货币单位变成一种货币？史勒辛格表示喜欢这种概念，但不喜欢这种货币的名称。如果这种货币叫马克，他一定会喜欢。

索罗斯对此心领神会，立刻放空意大利里拉，里拉在很短时间内就被迫退出了欧洲汇率机制。而索罗斯从放空里拉得到的利润，使他有充足的本钱在英镑上冒险。下一个该轮到的是英镑。英镑岌岌可危，受到的压力越来越大：先是丹麦公民投票否决了马斯特里赫特条约，接着在法国公民投票前，欧洲国家举行极为紧张的谈判。索罗斯相信欧洲汇率体制的分裂已迫在眉睫，一旦该体制发生危机，欧洲各国货币间的汇率将重新大幅度调整，欧洲利率会大幅下调，股市则将下跌。

索罗斯做出决定卖空英镑，问题不是要不要建仓，而是要建多大的仓位。索罗斯在 1988 年已经把基金会的大部分工作交给了年轻有为的斯坦利·杜肯米勒管理。杜肯米勒针对英国财政的漏洞，想建一个 30 亿～40 亿美元的放空英镑的仓位，索罗斯的建议是将整个仓位建在 100 亿美元左右。这是“量子基金”全部资本的一倍半，这意味着索罗斯要借 30 亿美元来一场大赌博。索罗斯拿出了 10 亿美元作抵押，又借来了 30 亿美元，建立了 100 亿美元的放空英镑仓位。利用量子基金的资产，索罗斯借了 50 亿英镑，按 1:2.79 的汇率，将英镑全部换成马克。然后开始在卖空英镑、股市和债市的买卖上同时行动。量子基金卖空英镑的金额高达 70 亿美元，买进大量马克的同时买入较少量的法郎。因为一国的货币贬值后股票价格总会上升；货币升值后股价会下跌，而利率下跌则对债券有利，所以量子基金又买了 5 亿美元的英国股票，同时放空德国、法国的股票，并买进德国、法国的债券。

9 月 15 日下午，索罗斯坐在曼哈顿中区一栋俯瞰中央公园的摩天大楼的 33 层办公室里，他在一周之内调动了 100 亿美元，赌英镑下跌。他的专用办公室外是员工办公室，那里贴着一幅用计算机打出来的条幅：“我生而贫穷，但不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会穷死。”索罗斯来到办公室只为了感受一下这场金融史上最大的一次赌博的气氛。随后，他回到他在纽约第五大街的寓所，吃了一顿简单的晚饭之后就上床休息。

果然，英镑开始重新下跌。英格兰银行已买进大量英镑，但收盘价为1英镑兑2.7782马克，仅比2.7780的底线高出0.002马克。当天晚上，英国财务大臣拉蒙特向德国联邦银行官员恳求德国降低利率，遭到拒绝。拉蒙特连忙召集英格兰银行官员部署，计划第二天大举干预市场，如果还不奏效便只能提高利率了。但就在拉蒙特会议的几个小时前，德国联邦银行总裁史勒辛格已接受了访问，表示希望里拉和英镑贬值，但准备保卫法国法郎。1992年9月16日上午，拉蒙特在首相批准下，正式宣布将利率从10%提高到12%，以捍卫英镑。但英镑仍未出现一些涨势。市场认为英国提高利率是恐慌之举，事件达到高潮。英格兰银行从788亿美元的外汇储备中抽出269亿美元买进英镑，结果徒劳，汇价依然没得到支持。英镑被抛售，就像决堤的洪水。

1992年9月16日下午，英国宣布再次提高利率，从12%提高到15%，达到两年前英国加入欧洲汇率机制时的利率水平。索罗斯认为，英国的绝望行为表明其立场无法维持，因而受到鼓励，更大胆地继续放空英镑。结局非常简单：利率在上午和下午两次提高，到傍晚，英镑被迫退出欧洲汇率机制。当天纽约外汇市场收盘价，英镑兑马克为1:2.703，下降2.7%，远低于欧洲汇率体制的下限。次日，英国利率降回10%。意大利紧随英国退出欧洲汇率机制。次日，英镑收盘价比上一天低了16%。货币贬值的不只英镑，西班牙货币贬值20%，意大利里拉贬值22%。

1992年9月16日，英国金融界将之称为“黑色星期三”，财务大臣拉蒙特在一天内两次宣布提高利率。整个市场卖出英镑的投机行为击败了英格兰银行，索罗斯是其中一股较大的力量。但对索罗斯来说，那个星期三是阳光明媚的。美国东部时间早上7时，杜肯米勒打电话叫醒了睡梦中的索罗斯：“乔治，你刚赚了9.58亿美元。”后来表明，索罗斯在那个“黑色星期三”开始发生的种种事情中赚得将近20亿美元，其中10亿美元来自放空英镑，另有10亿美元来自放空意大利里拉和东京股票市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、索罗斯狙击东南亚之战[①]

1. 战争前夕

自 1992 年英镑战役之后，索罗斯 1994 年又伙同其他大户在墨西哥大闹天宫，把这个中美洲最大的国家弄到了几乎要砸锅卖铁的地步，国际社会着实领教了这个来无踪去无影的索罗斯的厉害，各国似乎对其均敬畏三分。在索罗斯的率领下，国际金融市场上的热钱犹如脱缰的野马横冲直撞，难以捉摸，当某一地区资本收益率可观时，热钱便会蜂拥而至，一有风吹草动，尤其达到了目的后，便又会如风卷残云般消失得无影无踪。

1997 年 7 月 25 日，咆哮如雷的马来西亚总理马哈蒂尔大骂闻名于世的大炒家乔治·索罗斯是东南亚货币受投机者狙击从而大幅贬值的幕后“黑手”，各种迹象显示，这位西方金融市场“传奇人物”自 1992 年狂沽英镑大获全胜之后，早把“猎取”目标瞄准了亚洲新兴市场，伺机下手。1993 年这伙掌管套头交易基金组织的经理们在马来西亚“小试牛刀”，初露风头。当时，投资者普遍认为马来西亚货币林吉特的市值被低估，看来必涨无疑，于是在索罗斯的号召下，国际热钱开始围剿林吉特，可是马哈蒂尔却偏不买索罗斯的账，坚决捍卫低市值的林吉特，马哈蒂尔和索罗斯各自统率一方，在金融市场上展开了一场激烈的厮杀。1994 年 1 月，马哈蒂尔下令加强了对资本市场的控制，索罗斯一看机会无多，无奈只得率各投机大户全线撤退，休兵养马，以备再战。

转眼又过了两年，东南亚国家经济暴涨，繁荣日趋明显。由于通货膨胀节节上扬，景气过热的威胁不断加重，东南亚国家利率在各国中央银行引导下水涨船高，不断攀升，此举虽可减缓通货膨胀上升的速度，但也因此吸引大批热钱涌入套利，为索罗斯等人出兵再战创造了新的机会。花旗银行曼谷分行一位高级主管指出，泰国银行业者每天经手的海外套利热钱金额高达 20 亿～30 亿美元。此外，由于有利可图，银行业者本身也大肆从海外借入利率比泰铢、林吉特等货币低上 3～5 个百分点的美元、日元和马克，然后出售这些货币，赚取利差。据统计，泰国各商业银行的海外借款总额已逾 1 万亿美元，其中 95%

① 资料来源：天涯．索罗斯（人物传记连载）扫荡东南亚《经济危机》．网易博客，2010－12－03 整理而得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

属于不到一年的短期借贷。据新加坡外汇市场的消息，在东南亚各地外汇市场上，亚洲货币远期外汇市场每日交易总值约达60亿美元，其中泰铢成交量增长最快。早在1997年2月，国际货币基金组织高级顾问杰克·布尔曼就发出了警告，在墨西哥金融危机发生仅两年之后，大量的热钱正在以创纪录的步伐注入亚洲等新兴市场，“不理性的热烈情绪”正在这些市场广泛出现，这种现象可能会导致令人痛苦不堪的大幅震荡。然而，布尔曼的声音没有被听见，这就使得索罗斯最后下定决心，要在东南亚以一个人的力量对抗国家集团的力量。面对各国货币市场投机盛行，东南亚各国中央银行对市值的变化率一直在犹豫不决，尤其担心热钱像流入国内一样迅速流出，从而使汇率急剧波动。但是此时此刻，这只被重新打开的资金龙头要拧上已很困难了。东南亚各国中央银行已经走到了它们的最后关头。

2. 看准时机的索罗斯出动了

不过，此次索罗斯及其部下不但显得小心、谨慎，而且还选准了从80年代末已成为地区通货的泰铢下手。因为印度尼西亚与菲律宾利率虽然比泰国高，但印度尼西亚汇率经常受到印度尼西亚官方人为操控，比较不易投机，而菲律宾也对外汇市场有较多管制，同样不便放开手脚来大战一场，以决胜负。相比之下，泰国在东南亚各国中金融市场开放程度最高，资本进出自由；除了利率较高之外，泰铢长期紧盯美元，汇率相当稳定，风险最小；另一方面，泰国经济“虚假”繁荣景气最旺，低迷的房地产市场正在拖垮原来腰包鼓鼓的金融业，因此泰铢市值实际上也就最不稳定，最易攻破。

索罗斯之所以拿泰铢开刀，这在于看中了上述有利条件，这就叫“擒贼先擒王”，打破泰铢堡垒之后，就能够彻底扫荡东南亚了。就这样，索罗斯吩咐手下，将资金暗中向东南亚转移，以便最后时机一俟成熟，便可大举登陆东南亚，将这些尚在美梦之中的人群杀个措手不及。

3. 索罗斯的宣战

1997年3月3日，泰国中央银行宣布国内9家财务公司和1家住房贷款公司存在资产质量不高以及流动资金不足问题。索罗斯及其手下认为，这是对泰国金融体系可能出现的更深层次问题的暗示，便先发制人，下令抛售泰国银行和财务公司的股票，储户在泰国所有财务及证券公司大量提款。此时，以索罗斯为首手持大量东南亚货币的西方冲击基金联合一致大举抛售泰铢，在众多西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方“好汉”的围攻之下，泰铢一时难以抵挡，不断下滑，5 月份最低跌至 1 美元兑 26.70 铢。泰国中央银行倾全国之力，于 5 月中下旬开始了针对索罗斯的一场反围剿行动，意在打垮索罗斯的意志，使其知难而退，不再率众对泰铢群起发难。

泰国中央银行第一步便与新加坡组成联军，动用约 120 亿美元的巨资吸纳泰铢；第二步效法马哈蒂尔在 1994 年的战略战术，用行政命令严禁本地银行拆借泰铢给索罗斯大军；第三步则大幅调高利率，隔夜拆息由原来的 10 厘左右，升至 1000～1500 厘。三管齐下，新锐武器，反击有力，致使泰铢在 5 月 20 日升至 2520 的新高位。

由于银根骤然抽紧，利息成本大增，致使索罗斯大军措手不及，损失了 3 亿美元，挨了当头一棒。

然而，索罗斯毕竟还是索罗斯。凭其直觉，索罗斯认为泰国中央银行所能使出的全盘招数也就莫过于此了，泰国人在使出浑身解数之后，并没有使自己陷入绝境，所遭受的损失相对而言也只是比较轻微的。从某种角度上看，索罗斯自认为，他已经赢定了。对于东南亚诸国而言，最初的胜利只不过是大难临头前的回光返照而已，根本伤不了他的元气，也挽救不了东南亚金融危机的命运。

索罗斯为了这次机会，已经卧薪尝胆达数年之久，此次他是有备而来，志在必得。先头部队的一次挫折并不会令其善罢甘休，索罗斯还要三战东南亚。

1997 年 6 月，索罗斯再度出兵，他号令三军，重振旗鼓，下令套头基金组织开始出售美国国债以筹集资金，扩大索罗斯大军的规模，并于下旬再度向泰铢发起了猛烈进攻。刹那间，东南亚全融市场上狼烟再起，硝烟弥漫，对抗双方展开了短兵相接的白刃战，泰国上下一片混乱，战局错综复杂，各大交易所简直就像开了锅似的热烫，人们发疯似的奔跑着，呼号着。

这是一场个人对抗国家的战争，从形式上看，这似乎是不可思议的；然而，从结果来看，则更加令人百思不得其解。

只有区区 300 亿美元外汇储备的泰国中央银行历经短暂的战斗，便宣告“弹尽粮绝”，面对铺天盖地而来的索罗斯大军，他们要想泰铢保持固定汇率已经力不从心。泰国人只得拿出最后一招，来个挖肉补疮，实行浮动汇率。不料，这早在索罗斯的预料当中，他为此还专门进行了各种准备。各种反措施纷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纷得以执行，泰铢的命运便被索罗斯钉在了耻辱的十字架上了。泰铢继续下滑，7 月 24 日，泰铢兑美元降至32.5:1，再创历史最低点，其被索罗斯所宰杀之状，实在令世人惨不忍睹，泰国人更是心惊肉跳，捶胸顿足，责问苍天。

然而，在击破泰铢城池之后，索罗斯并不以此为满足，他断定泰铢大贬，其他货币也会随之崩溃，因此下令继续扩大战果，全军席卷整个东南亚。索罗斯暗中发誓，此次定要将东南亚各国搜刮一空，灭了这帮不识好歹之徒企图取西方而代之的美梦。

闻得索罗斯大军兴风作浪，腾云驾雾而来，其他东南亚国家均倾全力进行了殊死抵抗。菲律宾抛售了 25 亿美元，马来西亚抛售了 10 亿美元，以稳定本国货币，但在索罗斯的强大攻势面前却难以阻止比索、林吉特的贬值。同时印度尼西亚盾、新加坡元也剧烈波动，一时间，东南亚货币市场风声鹤唳，草木皆兵。这究竟是一场金融危机的前兆，还是金融风暴的尾声？恐怕谁也不敢妄下结论，其秘密也许只有一个人知道，他就是索罗斯。

4. 索罗斯飓风

大凡与索罗斯交过手的人，每每说起他，都不觉有谈“索”色变之感。有人称他为魔鬼，也有人称他是天使。然而，索罗斯毫无疑问是一个极具能量的人物，在世界上恐怕只有北美的飓风能够与之相提并论：风起之前，谁也无法预测；只是一旦成风，所到之处，只见断壁残垣，生灵涂炭，一派惨不忍睹。事过之后，便又立即无影无踪，一派风和日丽，普照万物之象。

伴随抛售泰铢，抢购美元的狂潮，大批工厂开始倒闭，公司纷纷减员，物价大幅上涨，城市居民的生活水准急剧下降。在索罗斯发起的悄无声息的进攻中，1997 年 7 月 29 日，泰国中央银行行长自动宣布辞职，而在此之前，泰国主管经济的副总理兼财政部长业已含恨告老还乡。

大为光火的马来西亚总理马哈蒂尔厉声点名责骂索罗斯，气急败坏的泰国人则发誓要将索罗斯绳之以法，抓回泰国判刑入狱。

沉默，沉默，索罗斯一言不发，后来干脆就说是其手下所为，他本人根本就是一无所知，云云。至于索罗斯基金的总管斯坦莱·德鲁肯米勒在泰铢贬值之后则喜形于色、按捺不住内心的欢悦之情。大声宣布：

“我们赢了！”

继泰国战役之后，索罗斯飓风很快又扫荡到了印度尼西亚这个东南亚最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的国家。刹那间，印度尼西亚即出现了"黑色星期一"，印度尼西亚盾大幅狂泄，民众出现了抢购美元的狂潮。自1997年7月21日以来，印度尼西亚盾汇率开始大幅下跌，其降幅已连破历史纪录。从年初到8月20日，印度尼西亚盾对美元已贬值23%左右，远远超出了政府一厢情愿所制定的每年5%～6%的指标，贬值幅度之大，在东南亚仅次于泰国。受汇率影响，雅加达证券市场的股票综合指数也一降再降。仅8月份头三天就下降了20%以上，一个月内降下150.55点。印度尼西亚银行界、经济界及社会大众哭天喊地，捶胸顿足。

印度尼西亚盾贬值后，给印度尼西亚经济带来的最明显影响，是以进口原料为主的制造业成本大增，导致包括汽车、计算机在内的产品价格大幅上扬，建筑材料涨价，主要日常必需品价格也上涨了5%～13%。业内经济人士认为，物价上涨将使2011年的通货膨胀率从预计的6%以下升至8%以上。印度尼西亚盾币贬值，由于货币利率的区制，各公司债务一夜之间剧增100%，这样将导致目前已超过1100亿美元的印度尼西亚外债进一步攀升。

四、1998年香港金融保卫战①

1997年下半年，美国著名金融家索罗斯旗下的对冲基金在亚洲各国和地区发起了连番狙击，并获得了极大的成功，使泰国、马来西亚、印度尼西亚等国家和地区几十年来积存的外汇一瞬间化为乌有，由此引发了"二战"后对这些国家的政治、经济和社会生活各层面冲击最巨的亚洲金融危机。1998年6～7月间，索罗斯把矛头对准了港元，开始有计划地向香港股市及期市发动冲击。

1. 声东击西　兴风作浪

国际炒家自1997年10月起曾四次进攻香港股、汇、期三市，前三次均获暴利。1998年7月底至8月初，国际炒家向香港股、汇、期三市发起第四次进攻，他们再次通过对冲基金接连不断地狙击港元，以期推高拆息和利率。然而，他们对港元进行的只是表面的进攻，股市和期市才是真正的主攻目标。声东击西是索罗斯等国际投机者投机活动的一贯手段，并多次成功。

1998年六七月，当恒生指数攀升至8000点高位的时候，对冲基金大举沽

① 资料来源：根据百度百科《香港金融保卫战》整理而得。http://baike.baidu.com/view/3889921.htm

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空恒指，建立了大量的恒指空仓头寸。对冲基金之所以建立恒指空仓，是因为它们预计港股在受到冲击后恒生指数必然会大幅下跌。而恒指期货合约的价格是每点50港元，也就是说，若建的是空仓，恒生指数每下跌一个点，就可以给做空者带来50港元的利润。

众所周知，1997年7月1日，香港回归祖国。这是中华民族历史上的大事，开启了香港的新时代。但是，对国际炒家而言，这正好为他们兴风作浪提供了机会。香港的未来何去何从，香港的经济、社会会发生什么变故等一系列问题，不仅令局外人生疑，香港人也是心中没谱。而恒生指数代表香港金融市场，乃至整个香港经济、政治前景，就是香港经济的“晴雨表”。只要能动摇恒生指数，就能打击人们对香港经济的信心。在这种情况下，恒生指数大幅下挫，很可能引起广大投资者盲目恐慌，从而达到坐收渔翁之利的目的。

2. 妖言惑众　浑水摸鱼

国际投机者在证券市场上大手笔沽空股票和期指，大幅打压恒生指数，使恒生指数从1万点大幅度跌至8000点，并直指6000点。在山雨欲来的时候，证券市场利空消息满天飞。1998年8月初，投机者大肆宣扬人民币将贬值10%，其中，上海、广州等地的人民币黑市交易中曾跌到了1美元兑换9.5元人民币左右。投机者散播人民币将贬值的谣言，是想借此来影响人们对港元的信心。除此之外，投机者还大肆宣扬内地银行不稳定等谣言，其目的仍是为了其狙击港元创造心理条件，其手段真可谓无所不用其极。

有一家海外基金甚至开出了1998年8月12日香港联系汇率脱钩的期权。炒家们趁机大肆造谣，扬言“港元即将与美元脱钩，贬值40%”，“恒指将跌至4000点”云云。其目的无非是扰乱人心，制造混乱状态，然后趁机浑水摸鱼。8月13日，恒生指数一度下跌300点，跌穿6600点关口。

在压低恒生指数的同时，国际炒家在恒指期货市场积累大量淡仓。恒生指数每跌1点，每张淡仓合约即可赚50港元。而在8月14日的前19个交易日，恒生指数就下跌2000多点，每张合约可赚10多万港元，收益之高令人震惊！

3. 洞察其奸　港府迎战

国际炒家在泰国、马来西亚的胡作非为，给这些国家的经济造成了毁灭性打击，可谓来者不善。所以，在分析、研究亚洲其他市场形势后，为了维持香港金融市场的稳定，香港政府决定调巨资迎战这些疯狂的国际炒家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一场以金钱、智慧和魄力为武器的你死我活的金融大战。无论是挑战者，还是应战者，都深知其成败所蕴涵的利益与风险。

如前所述，早在1998年七八月间，投机者就大肆宣扬人民币将大幅贬值，以致上海、广州等地的人民币黑市交易曾跌到了1美元兑换9.5元人民币的水平。投机者散播人民币将贬值的谣言是“声东击西”的招数，旨在借此影响人们对港元的信心。除此之外，投机者还大肆宣扬内地银行不稳定等谣言，目的仍是为狙击港元创造条件。除了妖言惑众外，有一家海外基金甚至开出了1998年8月12日香港联系汇率脱钩的期权。

4. 出其不意　首战告捷

1998年8月5日，炒家们一天之内抛售200多亿港元。香港金融管理局一反过去被动做法，运用香港财政储备如数吸纳，将汇市稳定在1美元兑换7.75港元的水平上，银行同业市场拆借利息也仅略有上升。

1998年8月6日，炒家又抛售了200多亿港元，金融管理局再出新招——不仅照单全收，而且将所吸纳的港元存入香港银行体系——从而起到了稳定银行同业拆借利息的作用，因为拆息率一旦提高，股市下跌在所难免。

8月7日，因已公布中期业绩的一些蓝筹股业绩不佳，导致股市大幅下跌，令恒生指数全日下跌212点，跌幅为3%。在此后的7～13日这几个交易日中，香港政府继续采用吸纳港元的办法，以稳定同业拆息并进而达到稳定股市的目的。但由于炒家在股票市场上大肆做空，恒生指数最终还是跌到了6600点附近的低位。

8月13日，恒指被打压到了6660点后，港府组织港资、内地资金入市，与对手展开针对8月股指期货合约的争夺战。投机炒家要打压指数以配合做空期指，港府则要守住指数，迫使投机者事先高位沽空的合约无法于8月底之前如数套现。港府入市后大量买入国际炒家抛空的8月股指期货合约，将期指由入市前的6610点推高到24日的7820点，高于投资炒家7500点的平均建仓价位，取得初步胜利。当日收市后，港府宣布已动用外汇基金干预股市与期市。

8月14日，香港政府正式参与股市和期市交易。香港政府为了维护港元，携巨额外汇基金进入股票市场和期货市场，与炒家进行直接对抗。香港政府向香港的中银、获多利、和升等多家证券行指示，大手吸纳恒生指数蓝筹股，表示不惜成本，务求将8月期指抬高600点。香港政府一反以往“积极不干预”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策，给投机者造成了始料不及的沉重打击。

代行中央银行职权的金融管理局，直接入市干预期货股票市场，这在全球开放型资本市场上尚属首次。港府宣布已动用外汇基金干预股市与期市，令市场为之一惊。

接着，投机炒家鼓动如簧之舌，在全球范围内展开了一场攻击香港政府的舆论大战。与此同时，炒家们并不愿意俯首称臣，他们又一次玩起了“声东击西”的鬼把戏——于 8 月 16 日迫使俄罗斯宣布放弃保卫卢布的行动，造成 8 月 17 日美欧股市全面大跌，以期“围魏救赵”冲击恒生指数。然而，使他们大失所望的是，8 月 18 日恒生指数有惊无险，在收市时只微跌 13 点。

5. 生死决战“8·28”

初战得手，并不意味对手会弃城投降，因为离期指合约的交割还有时日，港府明白恶战还在后头。果然，从 8 月 25 日开始直至 28 日，双方展开了转仓战，港府的目的是迫使国际炒家为投机付出高额代价。

1998 年 8 月 28 日，是香港恒生指数期货 8 月合约的结算日，也是香港政府打击以对冲基金为主体的国际游资操控香港金融市场的第 10 个交易日。

双方经过前几个交易日的激烈搏杀后，迎来了首次决战。

上午 10 时整开市后仅 5 分钟，股市的成交额就超过了 39 亿港元。半小时后，成交金额就突破了 100 亿港元，到上午收市时，成交额已经达到 400 亿港元之巨，接近 1997 年 8 月 29 日创下的 460 亿港元日成交量历史最高纪录。

下午开市后，抛售有增无减，成交量一路攀升，但恒指和期指始终维持在 7800 点以上。随着下午 4 时整的钟声响起，显示屏上不断跳动的恒指、期指、成交金额最终分别锁定在 7829 点、7851 点、7900 点上。

1998 年 8 月 28 日，对于众多国际炒家来说，是一个心痛的日子。这是香港政府自 1998 年 8 月 14 日入市干预以来的最高潮，也是香港政府针对炒家们惯用的汇市、股市、期市的主体性投机策略，“以其人之道，还治其人之身”所取得的重大胜利。香港政府将恒生指数从 8 月 13 日收盘的 6660 点推高到 28 日的 7829 点报收，并迫使炒家们在高价位结算交割 8 月份股指期货。在此之前，炒家们下注了大量 8 月份期指空仓。这样一来，即使它们转仓，成本亦很高，一旦平仓，则巨额亏损不可避免。

6. 乘胜追击获全胜

“8·28”之战，港府取得了决定性胜利。但是，对国际炒家来说，期指转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仓是可行性选择，更可能成为他们的“救命稻草”。因此，对香港特区政府来说，“8·28”之战也只能算是阶段性胜利。港府决定，在9月份继续推高股指期货价格，迫使投机资本亏损离场。

9月7日，香港金融管理局颁布了外汇、证券交易和结算的新规定，使炒家的投机大受限制。当日恒生指数飙升588点，以8076点报收。加上日元升值、东南亚金融市场趋稳等一系列因素，使投机炒家的资金、换汇成本大幅上升，不得不败退离场：9月8日，9月合约价格升到8220点。8月底转仓的期指合约要平仓退场，每张合约又要亏损4万港元。至此，国际炒家见大势已去，纷纷丢盔弃甲，落荒而逃。

自入市以来，香港政府动用了100多亿美元，消耗了外汇基金约13%，金额大大超过了1993年“英镑保卫战”中，英国政府动用77亿美元与国际投机者对垒的规模，堪称一场不见硝烟的“战争”。

五、2010年索罗斯携巨资重返香港，豪赌人民币升值

2010年3月24日，总部位于纽约、由索罗斯担任主席的Soros Fund ManagementLLC以1港元的注册资本在香港创办了一家SFMHKManagementLimited索罗斯香港办公室，以便索罗斯这个金融大鳄直接坐镇香港指挥巨额资金投机中国。

在该公司未建之前，我们从投资者市场的种种异动，也可以看出索罗斯磨刀霍霍的场景。为了设置香港研究团队，索罗斯大手笔挖入国际投行的交易干将，这个香港研究团队不仅包括SFMHKM三大董事戴霁昕、MaryannCanfield、GavinDavidMurphy，还有前TigerAsia对冲基金公司董事总经理JamesChang、美林自营坐盘交易部的董事总经理我国台湾人蔡笃昀等。

有不少港媒评论员认为，索罗斯这次大手笔的筹办香港公司是看好内地经济与港股的前景。但也有金融业内人士表示，索罗斯此次的手法还是与前几次差不多，与其说他是看好内地市场，还不如说他和其他国际热钱一样，是在豪赌人民币升值。

之所以说索罗斯这次入驻香港的目的在豪赌人民币升值，原因在于香港市场特点是存在联汇制而且流动性非常庞大，因此索罗斯即使把所有的亚洲美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产投入，市场也不会有任何影响，但如果这部分资金有部分流向人民币则不同。香港是全球最重要的离岸人民币交易平台，但是香港的人民币存款充其量不足6000亿元（金管局官方数据披露在2011年4月底是5107亿元），大型的国际对冲基金如果借助银行的杠杆作用，只需要较少的资金便可以将远期不交收人民币合约价格（NDF）推高。

在货币市场进行豪赌的同时，索罗斯这样的全球对冲基金可以用美元换成的港元买入与人民币资产相关的H股。等到人民币升至其预期目标时，便可反向操作，在卖出人民币换回美元资产同时，在股市上抛售H股锁定利润，这样可以同时锁住货币升值收益与股市回报。

以上分析，在实践中也得到了相应的反映。先单从香港人民币存款量来说，估计是香港及内地相关管理当局也发觉索罗斯已盯住人民币，因此加大香港人民的存款量，根据香港金管理官方披露的数据显示，2010年3月香港人民币存款量仅为708亿元，2010年10月底这个数据就开始大幅上升45.4%，达到2171亿元人民币（9月为1493亿元），之后每个月都保持10%以上的增长速度，最后截至2011年5月31日该数据为5107亿。

索罗斯此次携巨资来到香港，到底是福还是祸？是否会出现新的一轮金融大战，目前还不能给一个明确的答案，我们只有静观其变。不过我们应该相信香港以及内地相关管理者的智慧，外加我国内地金融市场相比1998年已更成熟，因此，索罗斯此次如果想挑起战争，他将需要更多的赌注，冒更大的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 第二章

周小川“池子”里的“金融鳄鱼”

作为新兴的发展中国家，中国的经济正在起飞，国民生活正在改善，人民币升值预期强烈，股市正待上扬，楼市前景看好，完美符合热钱寻找的目的地区所具备的四个特征：经济增长的良好势头，有足够的财富，以保证进入后有利可图；货币汇率对其他货币升值，并且预期升值将会持续；货币利率相对其他地区更高，并且有进一步加息的预期；有可炒作的对象。中国境内对国际热钱具有较强的吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010 年 11 月 5 日，中国人民银行行长周小川在“2010 财新峰会”上针对如何应对热钱对我国宏观经济的冲击时说道：“如果短期的投机性资金（热钱）要进来的话，我们希望把它放在一个池子里，并通过对冲不让它泛滥到中国的实体经济中去。等到它需要撤退的时候，我们再把它从池子里放出去让它走。这将在很大程度上对冲掉资本异常流动对中国宏观经济的冲击。”

周小川“池子”理论一出在学术界立刻引起了一场轩然大波，本章并未对此展开讨论，而是想告诉读者周小川“池子”里到底养着一条什么样的“金融鳄鱼”。为带领读者认清这条“金融鳄鱼”，本章首先通过对媒体学者以及官方就热钱入境规模讨论的介绍，帮助读者在数量上对周小川“池子”里的“金融鳄鱼”有个初步了解；其次，从热钱入境的历程以及阶段性特征两个角度对热钱入境中国情况进行了概述；再次，从人民币升值预期、利差、良好的资本市场等因素分析了国际游资进入我国境内的动因；最后，选取我国香港、澳门、台湾三个地区为代表来介绍我国境内周边地区和国家热钱流动情况，以此帮助读者认清热钱入境前驻足地的状况。

第一节　有关周小川“池子”里“金融鳄鱼”体积的讨论

由于对概念以及计算方法等认知的不同，导致截至目前有关热钱入境的确切数量社会各界还未达成一致，众说纷纭。2003 年以来，随着热钱对我国经济社会影响的加大，在我国学术界以及官方展开了一场有关热钱入境规模的激烈探讨。

一、国内媒体学者眼中的体积

由于大规模的热钱流动才会对经济造成实质性影响，所以对于热钱规模鉴定变得相当的重要。关于国内到底有多少热钱，有大量专家学者对其规模进行过尝试性的测算，由于国际游资的低透明性、高流动性及吸附性，人们很难准确测算出其具体规模。学者们对流入我国境内的国际游资水平也众说纷纭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

韩继云、陈西果（2007）在2002—2006年6月的研究数据中发现，仅流入中国外汇储备的非正常外资规模约达2200亿美元，这是一个不小的数额（实际上，真正流入中国的非正常外资应该超过此数额），他们在文中的非正常外资大致是指境外热钱。黄济生、罗海波（2008）运用以净误差与遗漏为基础的直接法，根据实际情况对中国国际收支平衡表（BOP）相关统计数据进行调整，估算我国金融资本跨境双向流动规模，数据样本为1985—2006年。从2001年起，流入中国的金融资本净额转为正，当年净流入量为78亿美元，随后一年则下降为净流出16亿美元，在紧接着的四年中金融资本净流入为正，而且规模越来越大，分别为588亿美元、1552亿美元、25亿美元和865亿美元，累计金融资本净流入3000亿美元，年均750亿美元，这成为中国外汇储备急剧增加的重要渠道之一。

张明、徐以升（2008）所采纳的新方法是先对外汇储备增加额进行调整，用调整后的外汇储备增加额减去贸易顺差与FDI，然后估计出通过贸易顺差和FDI渠道流入的热钱规模，再将通过上述调整后得到的热钱规模加总，最后再加上这些热钱在国内的投资收益，得到总的热钱规模。按照此方法，2003—2008年第1季度，累计流入中国的热钱超过1.75万亿美元，约为2008年3月底中国外汇储备余额的104%。他们还提醒，当前我国热钱流入的规模是惊人的，一旦爆发危机，目前的巨额外汇储备未必像我们想象中的那么充足。平安证券2008年的报告在残差法的基础上分别对于贸易差额项和FDI项进行修正，贸易项细分进出口品进行估计，FDI项估计剔除了外管局和商务部由于统计口径不同造成的差额。最终得到热钱规模，截至2007年累计流入约3318亿美元，截至2008年上半年热钱累计流入约4524亿美元。荣毅宏（2008）提醒说，2005年以来的贸易顺差呈现异常的急速增长。若以2004年贸易顺差增长率36%为标准，将2005年后超出的部分计为“热钱”，则可得到2005—2007年的修正值。他通过图形走势分析，认为近年来流入我国的“热钱”呈迅速膨胀之势，平均年增速高达170%以上。以当时的趋势判断，2007年全年入境的国际“热钱”有可能接近4000亿美元，相当于2006年国民生产总值的15%，以及当前股市市值的1/10。许涤龙、侯鹏（2009）通过FDI流入我国热钱数目的不断增加来反映中国的总热钱规模。他们将1986—2007年FDI的流入量划分为两个阶段，并通过岭回归分析方法和CHOW检验进行验证。经过测算，2005

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年、2006年、2007年通过FDI流入我国的“热钱”规模分别为166亿、79亿、602亿美元，占各年FDI总量百分比为20.0%、10.1%、43.5%。由此可以看出FDI流入量中热钱的规模是巨大的。

总体来说，目前我国主要有两种方法来估计国际游资。

第一种方法是利用国际收支平衡表上的“净误差与遗漏项”来估算“热钱”的规模。人们通常认为，国际游资涌入我国的一个比较明显的迹象是，2002年我国国际收支平衡表的“净误差与遗漏”项目首次转负为正。按照国际经验分析，这意味着境外资金的流入在一定程度上中和了资本外逃的数额，从而使净误差与遗漏差额出现在贷方。

第二种方法也被称之为传统方法，其计算公式为：

国际游资估计量＝外汇储备增量－海关统计贸易顺差－实际利用外商直接投资。

以上对热钱的计算和预测虽然都因为方法上的问题而有一定的缺陷：第一，热钱的定义本身还不明确，至今关于热钱的界定尚没有达成一致，所以统计指标难以构建；第二，无论是通过误差与遗漏还是依据外汇储备增量和贸易顺差的差额变化来判断热钱的流入与流出都是片面和有失偏颇的，并且还可能出现重复计算的现象；第三，我们的研究结论表明，贸易和实际投资都是热钱跨境流动的主要地下渠道，究竟有多少热钱通过以上两个渠道跨境流动不可能清楚估计。

但是，不管这些计算方法存在多少缺陷，用其计算出来的结果在一定程度上也反映了一个不争的事实——热钱已经开始大规模进入中国境内。虽然对于热钱的计算争议较大，但对大规模的境外热钱进入势必会给中国的金融体系带来重大影响这一论点，学者们没有过多分歧。

表2.1 热钱规模的粗略估计：2008年1月至2011年2月①

月份	2008年1月	2008年2月	2008年3月	2008年4月	2008年5月	2008年6月	2008年7月	2008年8月	2008年9月
外汇储备	15898.1	16471.34	16821.77	17566.55	17969.61	18088.28	18451.64	18841.53	19055.85
外汇增量	615.61	573.23	350.43	744.78	403.06	118.67	363.36	389.89	214.32

① 注：此表数据主要根据传统公式计算而得，相关数据来源于国家商务部以及中国人民银行。另外由于2011年3月份FDI数据未出，因此该月热钱粗略规模尚未计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

月份	2008 年 1 月	2008 年 2 月	2008 年 3 月	2008 年 4 月	2008 年 5 月	2008 年 6 月	2008 年 7 月	2008 年 8 月	2008 年 9 月
出口	1 096.50	873.7	1089.6	1187.7	1205	1211.8	1366.8	1348.7	1364.3
进口	901.7	788.1	955.6	1021	1002.9	1001.8	1114	1061.8	1070.7
顺差额	194.8	85.6	134	166.7	202.1	210	252.8	286.9	293.6
FDI	112	69.3	92.9	76	77.6	96.1	83.4	70.1	66.4
粗略热钱	308.81	418.33	123.53	502.08	123.36	-187.43	27.16	32.89	-145.68
月份	2008 年 10 月	2008 年 11 月	2008 年 12 月	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月	2009 年 5 月	2009 年 6 月
外汇储备	18796.88	18847.17	19460.3	19134.56	19120.66	19537.41	20088.8	20894.91	21316.06
外汇增量	-258.97	50.3	613.13	-325.74	-13.9	416.75	551.39	806.11	421.15
出口	1283.3	1 149.90	1 111.60	904.5	648.9	902.9	919.3	887.6	954.1
进口	930.9	749	721.8	513.4	600.5	717.3	788	753.7	871.6
顺差额	352.4	400.9	389.8	391.1	48.4	185.6	131.3	133.9	82.5
FDI	67.2	53.22	59.78	75.41	58.33	84.03	58.92	63.79	89.6
粗略热钱	-678.57	-403.82	163.55	-792.25	-120.63	147.12	361.17	608.42	249.05
月份	2009 年 7 月	2009 年 8 月	2009 年 9 月	2009 年 10 月	2009 年 11 月	2009 年 12 月	2010 年 1 月	2010 年 2 月	2010 年 3 月
外汇储备	21746.18	22108.27	22725.95	23282.72	23887.88	23991.52	24152.21	24245.91	24470.84
外汇增量	430.12	362.09	617.68	556.77	605.16	103.64	160.69	93.70	224.93
出口	1054.20	1037.10	1159.40	1107.60	1136.50	1307.20	1094.80	945.20	1121.10
进口	947.90	880.00	1030.10	867.80	945.60	1122.90	953.10	869.10	1193.50
顺差额	106.30	157.10	129.30	239.90	190.90	184.30	141.70	76.10	-72.4
FDI	53.59	74.99	78.99	71.05	70.23	121.39	81.29	58.95	94.18
粗略热钱	270.23	130.00	409.39	245.82	344.03	-202.05	-62.3	-41.35	203.15
月份	2010 年 4 月	2010 年 5 月	2010 年 6 月	2010 年 7 月	2010 年 8 月	2010 年 9 月	2010 年 10 月	2010 年 11 月	2010 年 12 月
外汇储备	24905.12	24395.06	24542.75	25388.94	25478.38	26483.03	27608.99	27678.09	28473.38
外汇增量	434.28	-510.06	147.69	846.19	89.44	1004.65	1125.96	69.10	795.29
出口	1199.20	1317.60	1374.00	1455.20	1393.00	1449.90	1359.80	1533.30	1541.50
进口	1182.40	1122.30	1173.70	1167.90	1192.70	1281.10	1088.30	1304.40	1410.70
顺差额	16.80	195.30	200.20	287.30	200.40	168.70	271.50	228.90	130.80
FDI	73.46	81.32	125.10	69.24	76.02	83.84	76.63	97.04	140.28
粗略热钱	344.02	-786.68	-177.61	489.65	-186.98	752.11	777.83	-256.84	524.21

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

月份	2011 年 1 月	2011 年 2 月	2011 年 3 月
外汇储备	29317.00	29914.00	30447
外汇增量	844	597	533
出口	1507.3	967.4	1522
进口	1442.7	1040.4	1520.6
顺差额	64.6	-73.1	1.4
FDI	100.3	78	
粗略热钱	679.1	592.1	



图 2.1　2002 年第 1 季度至 2011 年第 1 季度热钱入境季度规模

资料来源：中国人民银行网站：http：//www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/

商务部网站：http：//www.mofcom.gov.cn/tongjiziliao/tongjiziliao.html

二、官方眼中的体积

2011 年 2 月 17 日，国家外汇管理局为便于社会各界分析解读我国跨境资金流动状况，了解跨境资金异常流动的规模、渠道和影响，发布了《2010 年中国跨境资金流动监测报告》，简称为《报告》。该报告从国际收支、跨境收付和结售汇的角度，分析了 2001—2010 年我国跨境资金流动的总体情况和主要项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目。《报告》指出，改革开放以来，我国涉外经济快速发展，对外经济交往日益增多，跨境资金流动规模成倍扩大。我国大规模跨境资金净流入与实体经济活动基本相符。虽然存在蚂蚁搬家式的“热钱”违法违规流入，但尚未发现正规金融机构大规模集中流入的情况。《报告》对我国“热钱”流动的规模进行了估算。过去10年间，贸易顺差、直接投资净流入、海外投资收益和境内企业境外上市等合法合规的涉外经济活动基本可以解释我国外汇储备的增长。当前，跨境资金持续净流入主要是受我国经济平稳较快增长的吸引，机构和个人“资产本币化、负债外币化”的套利操作则在一定程度上加大了跨境资金流动的波动性。

（一）中国跨境资金流动概况①

跨境资金流动是反映一个经济体资金流出入状况的统称，它具有严格的定义和规范的统计标准。“热钱”是跨境资金流动中的一部分，有理论上的定义，但无严格意义的统计规范和标准。本部分主要用国际通行口径和宽口径两种方法分析了我国2001—2010年的跨境资金流动状况，并重点讨论了“热钱”流动规模的测算问题。

（二）国际通行口径的跨境资金流动

国际上测度跨境资金流动状况，主要用国际收支平衡表的资本和金融项目，包括直接投资、证券投资和其他投资（不含储备资产变动）。

过去十年，我国跨境资金流动规模总体呈上升趋势（见图2.2）。2007年，国际收支口径的资本流出入总量与同期GDP之比达到51%的历史峰值。2008年国际金融危机爆发后，跨境资金流动规模有所下降，2010年随着全球经济复苏而回升。

我国资本项下呈现持续净流入态势。2001—2010年，资本净流入累计7030亿美元，相当于同期外汇储备增量的25%（见图2.2）。其中，直接投资是主体，占资本净流入总额的98%；证券投资和其他投资波动较大，顺逆差交替出

① 摘自：国家外汇管理局国际收支分析小组．《2010年中国跨境资金流动监测报告》，2011-02-17。

http：//www.safe.gov.cn/model_ safe/news/new_ detail.jsp？ID=111300000000000000，1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

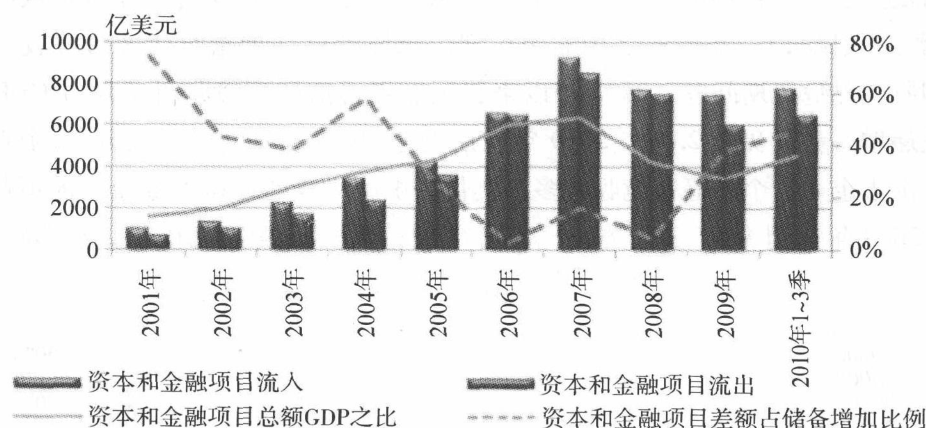


图 2.2　2001—2010 年我国资本和金融项目资金流动情况

现，十年合计大体相抵（见图 2.3）。

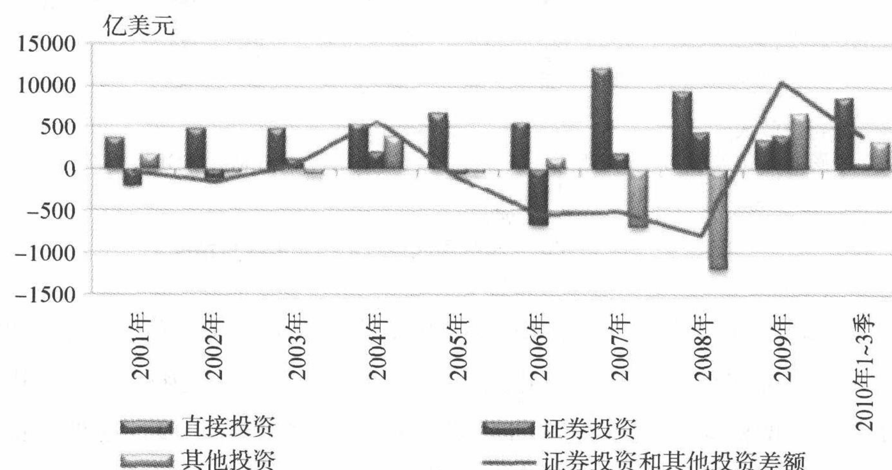


图 2.3　2001—2010 年我国直接投资、证券投资和其他投资差额

（三）我国监测的跨境资金流动

我国除使用国际收支平衡表外，还运用跨境收付和结售汇数据，多维度地监测跨境资金流动状况。

1. 跨境收付基本情况

跨境收付数据通过国际收支统计监测系统进行采集，主要反映境内企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（含证券、保险等非银行金融机构）、个人等通过银行办理的对外付款或收款（外汇或人民币），我们称之为非银行部门跨境收付（即银行代客跨境收付）。除国际金融危机期间外，2001 年以来我国非银行部门跨境收付总额占 GDP 比重呈递增态势（见图 2.4）。2010 年该比例达 59%，较 2001 年上升 21 个百分点。由于企业、个人等跨境收入多于支付，由此形成的跨境资金净收入不断增加，2008 年达到 4600 多亿美元，2009 年回落后，2010 年又反弹到近 3000 亿美元。

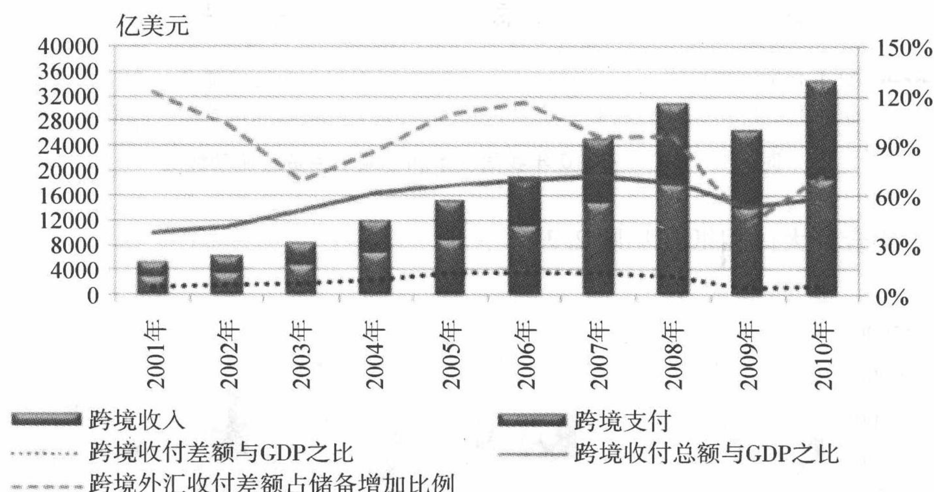


图 2.4　2001—2010 年我国非银行部门跨境收付情况

2001—2010 年非银行部门跨境收付顺差累计达到 2.37 万亿美元，扣除人民币形式的跨境收付后，外汇形式的跨境收付顺差为 2.41 万亿美元，相当于同期外汇储备增量的 87%，2010 年该比例为 71%（见图 2.4）。此外，银行部门自身外汇资金的跨境收付也会影响外汇储备。

2. 结售汇基本情况

结售汇数据主要反映企业和个人在实现上述跨境资金收付前后，卖给银行（结汇）或从银行购买（售汇或购汇）的外汇数额，即非银行部门结售汇（也称银行代客结售汇）。2001 年以来，非银行部门结售汇总额占 GDP 比重总体呈上升态势，由 2001 年的 28% 升至 2008 年的 45%，国际金融危机期间有所下降，2010 年反弹至 38%，较 2001 年上升 10 个百分点（见图 2.5）。由于企业、个人等在银行办理的结汇业务规模持续高于售汇业务，由此形成结售汇顺差，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年最高接近 5000 亿美元，2009 年大幅减少，2010 年又回升至近 4000 亿美元。

2001—2010 年我国非银行部门结售汇顺差累计达到 2.62 万亿美元，占同期外汇储备增量的 94%，2010 年该比例为 85%。此外，银行自身结售汇差额及其外汇头寸变化也会导致储备规模的增减。

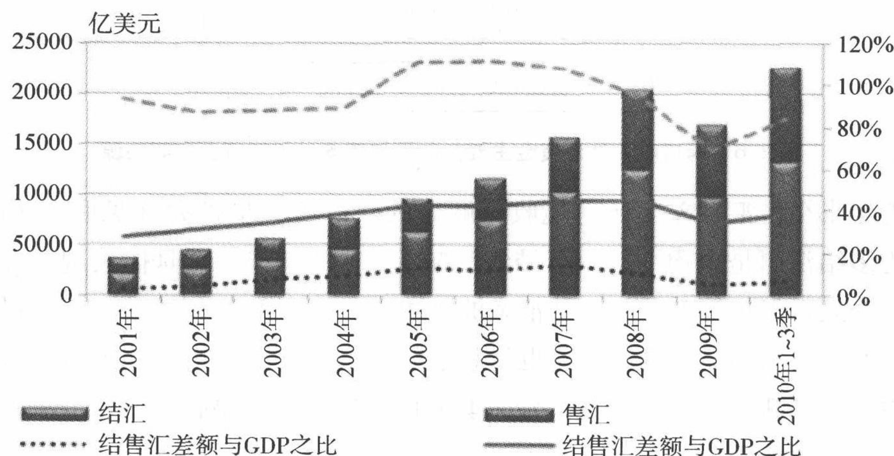


图 2.5　2001—2010 年我国银行代客结汇售汇情况

3. 跨境收付和结售汇的对比分析

企业、个人等非银行部门在跨境收付和结售汇各环节的资金流动是存在联系的。企业、个人对跨境收入的外汇资金一般有四种主要去向，跨境支付的外汇资金一般也有四种来源（见图 2.6）。此外，企业、个人跨境收入和支付中有些是人民币资金。对比跨境收付和结售汇两组数据，能发现市场主体跨境收付和结售汇环节的行为变化，揭示了跨境资金流动的内在动力。

当前人民币升值预期下，企业、个人将外汇结汇的意愿有所增强，而从银行购买外汇的意愿总体下降（即“资产本币化、负债外币化”）。近十年来，企业、个人跨境收入中将外汇卖给银行的比例（即收汇结汇率 = 结汇 ÷ 跨境收入），2006 年较 2001 年下降 7 个百分点，2010 年较 2006 年上升 5 个百分点；而企业、个人跨境支付中，从银行买入外汇的比例（即付汇售汇率 = 售汇 ÷ 跨境支付）也先降后升，2007 年较 2001 年下降 22 个百分点，2010 年较 2007 年回升了 7 个百分点，但仍低于十年平均。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

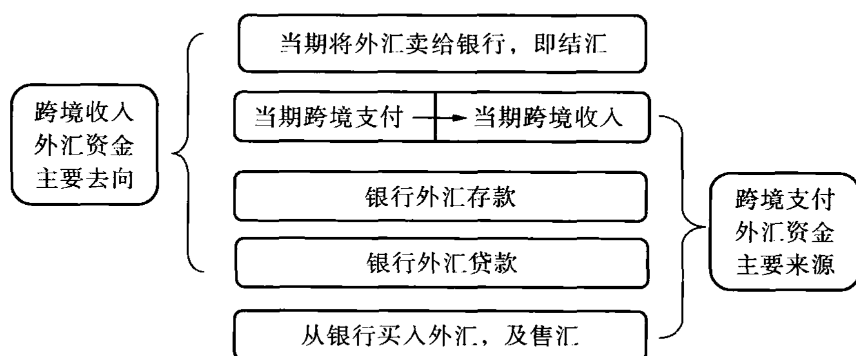


图 2.6　跨境收入外汇资金主要去向及跨境支付外汇资金主要来源

近年来结售汇顺差大于跨境收付顺差的缺口进一步扩大（见图 2.7），不是因为多结汇而是少购汇，银行结售汇顺差“被增长”。其具体表现是，由于企业和个人付汇售汇率较收汇结汇率波动更大，令近两年收汇结汇率与付汇售汇率的背离更为明显。同时，这也从总量数据上挑战了“热钱”大量流入境内投机炒作的判断，因为“热钱”流入套利的先决条件是要有外汇资金流入境内兑换成人民币使用。

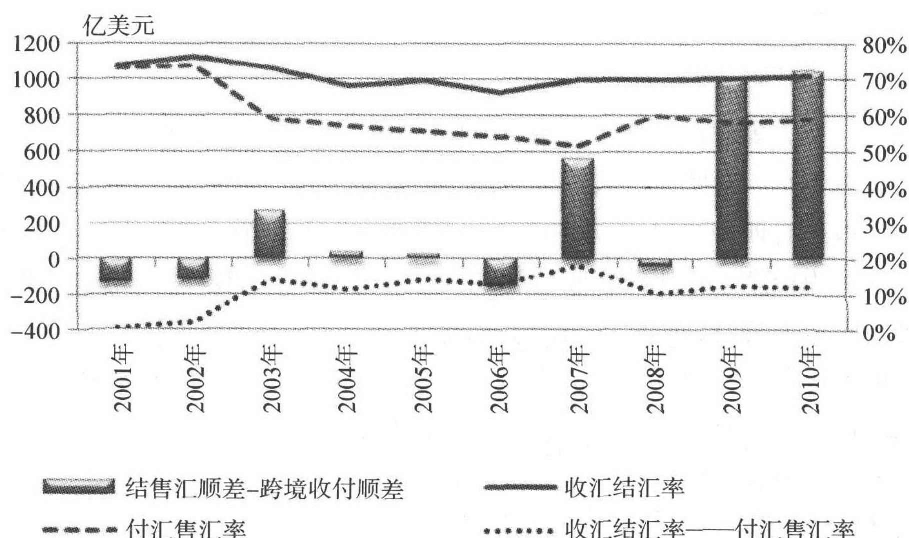


图 2.7　2001—2010 年收汇结汇、付汇售汇及两个顺差背离情况

一般情况下，企业、个人跨境收付差额与结售汇差额都会存在一定差距。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按前述跨境外汇收入（或支付）的四种去向（或来源）（见图2.6），在不考虑人民币收付的情况下，可以得到以下公式：

跨境外汇收付差额＝跨境外汇收入－跨境外汇支付＝（结汇＋当期跨境支付＋增加外汇存款＋减少外汇贷款）－（售汇＋当期跨境收入＋外汇存款减少＋外汇贷款增加）＝结售汇差额＋（外汇存款增减＋外汇贷款增减）

由上述公式可以推论出，企业、个人结售汇差额与跨境收付差额的差距，是由其在银行的外汇存款和外汇贷款增减所致。2001—2010年，外汇贷存比（即外汇贷款余额÷外汇存款余额）上升，外汇存贷款变动差额可解释近九成的结售汇顺差大于跨境收付顺差的缺口（见图2.8）。外汇贷存比上升反映了当前美元低利率和人民币升值预期情况下，境内美元套利交易趋于活跃。外汇贷存比上升主要由贷款上升而非存款下降所贡献，则与国内企业高负债的经济特征相符。

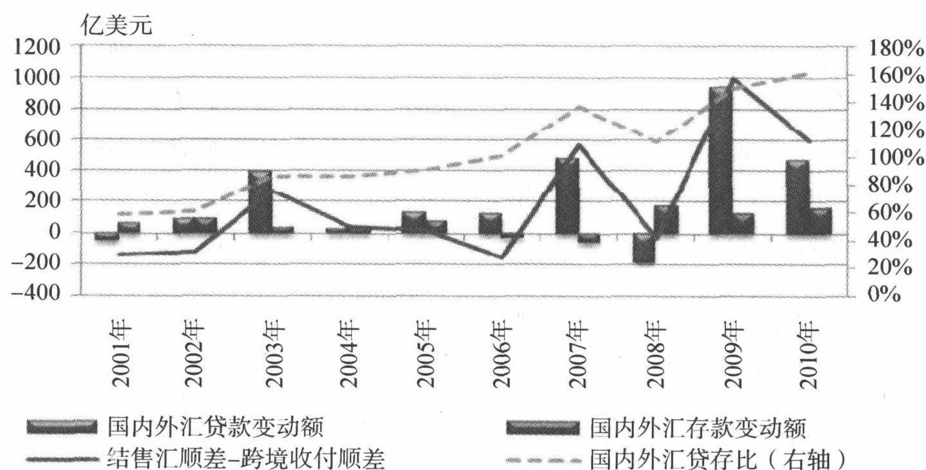


图2.8　2001—2010年结汇售汇差额与跨境收付差额距离以及银行外汇存贷款变动

（四）跨境资金流动与外汇储备增加

“热钱”在理论上一般定义为国际短期投机套利资金，但实践中难以准确掌握国际资本流动的真实动机和存续期限，因此在“热钱”规模测算上没有严格的定义和标准。目前国际上较流行的分析思路主要有二：一是直接测算法，将直接投资以外的资本和金融项目，以及误差与遗漏项目加总（也称非直接投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资形式的资本流动净额）。二是间接测算法或称残差法，使用外汇储备增量减去贸易顺差和直接投资净流入。但前者涵盖口径偏窄，而后者打击面过大，可能高估“热钱”规模，并且外汇储备中还存在估值因素。因此，我们在估算我国“热钱”规模时，借鉴了间接测算法，同时结合了我国实际，在储备增量和剔除项目上进行了调整。

首先，确定一些较稳定、合法合规的贸易投资项目，并假定其交易都是真实、合法的，主要是进出口顺差、直接投资净流入、境外投资收益、境内企业境外上市筹资调回等。然后，在交易形成的外汇储备增量中扣除上述四项，所得差额基本上反映了波动性可能较大的跨境资金流动，我们称之为波动较大的跨境资金流动或“热钱”流动净额。但是，这个差额不都是纯粹套利的、违法违规的或者不可解释的跨境资金流动。其中，包括了我国金融领域的直接投资交易、企业合法的服务贸易活动、合理的进出口赊账及其他财务运作、个人合法的外汇收支，以及银行部门外汇资产调拨等。

从长期看，我国外汇储备增加与实体经济活动基本相符。如剔除境内人民币净支付400亿美元的因素，2010年“热钱”净流入355亿美元，占外汇储备增量的7.6%。按此估算，过去十年“热钱”总体呈小幅净流入态势，年均流入近250亿美元，占同期外汇储备增量的9.0%。

表2.2 2001—2010年我国“热钱”流动净额估算①（单位：亿美元）

年份	外贸顺差①	直接投资净流入②	境外投资收益③	境外上市融资④	前四项合计⑤=①+②+③+④	外汇储备增量⑥	“热钱”流动净额⑦=⑥-⑤
2001	225	398	91	9	723	466	-257
2002	304	500	77	23	904	742	-162
2003	255	507	148	65	975	1377	402
2004	321	551	185	78	1135	1904	769
2005	1021	481	356	206	2064	2526	462
2006	1775	454	503	394	3126	2853	-273
2007	2643	499	762	127	4031	4609	578

① 注：外贸数据来源海关，直接投资（非金融领域）数据来源于商务部，境外上市融资数据来源证监会，境外投资收益来源于外汇局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年份	外贸顺差①	直接投资净流入②	境外投资收益③	境外上市融资④	前四项合计⑤=①+②+③+④	外汇储备增量⑥	“热钱”流动净额⑦=⑥-⑤
2008	2981	505	925	46	4457	4783	326
2009	1957	422	994	157	3530	3821	291
2010	1831	467	1289	354	3941	4696	755
合计	13313	4784	5330	1459	24886	27777	3891

国家外汇管理局在《2010年中国跨境资金流动监测报告》最后的总结部分中强调：

我国有“热钱”违规流入现象但尚未成规模集中流入。近年来，外汇管理部门历次专项检查发现了一批“热钱”违规流入的典型案例和渠道，如加工贸易中通过高报工缴费等方式多收汇、转口贸易企业利用收付汇时间差扩大外汇净流入、空壳公司虚假利用外资、外汇资本金违规结汇、个人分拆结汇、银行突破短期外债指标融入资金等。但是，检查中发现的案件大都以境内机构、个人和海外华人华侨为主，通常以“蚂蚁搬家”的方式分散渗透，尚未发现国际“金融大鳄”大规模流入的情况。我国在金融稳步开放进程中始终注意加强对跨境资本流动的监控，国际性“大炒家”以违法违规形式进入中国存在法律风险，同时我国金融产品较少，对擅长杠杆交易、套利交易的对冲基金等国际金融机构吸引力有限。

开放型经济发展使我国跨境资金流动监管面临挑战。在应对历次国际金融危机中，我国资本管制均发挥了重要作用。但随着对外开放不断扩大，我国实施有效资本管制的难度逐步提高。当前各类市场主体的趋利动机越来越强，而我国已是深度融入全球经济的开放大国，存在大量从事涉外贸易投资活动的企业和出入境人员，加之毗邻港澳台等特殊区位因素，在大量正常的贸易投资活动中，不排除有部分跨境资金从事投机套利活动。由于看好中国经济发展的前景和人民币资产增值的潜力，不少跨境套利活动是以长期投资的方式存续，常用的管理手段难以甄别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 “金融鳄鱼”进入“池子”里的足迹及阶段性特征

20 世纪 90 年代，我国经常项目下货币自由兑换的开放、资本与金融项目下的外汇兑换和汇率管制等政策的出台为国际热钱流入我国境内提供了市场基础。2003 年之前，由于热钱在中国的活动量非常小，也没有引起民众的关注。2003 年之后随着我国融入世界经济体程度的加深，国际热钱也开始密切关注我国市场，大量流入我国。国内专家学者以及政府官员也从这个时期开始关注热钱对我国经济社会的影响。

一、“金融鳄鱼”进入“池子”里的足迹

1994 年以后我国已经放开了经常账户下的货币自由兑换，所以我国政府对外汇的管制主要是指对资本与金融项目下的外汇兑换和汇率的管制。管制一方面在法律上限定了违规资本（境外热钱）的自由出入，但另一方面也无形中给通过各种途径进入内地的境外热钱提供了潜在的市场需求，继而为外汇黑市的形成提供了市场基础。由于我国长期实施人民币有条件兑换制度等外汇管制措施，热钱在过去长时间很少影响到我国内地市场。自从热钱从“地下渠道”开始流入中国以来，热钱就与中国资本市场结下“不解之缘”。但热钱在内地异常活动主要还是最近几年才表现得引人注目。目前热钱问题已经开始引起了政府各部门和社会各界的广泛关注。

热钱入境规模的历年数据可以很好地向我们展现出境外入境的历程。正如上文所述，对于热钱的确切数量和计算方法社会各界还未达成一致。最普遍的方法，也是国内最多专家采用的方法是根据外汇流入途径将境外流入资本划分为三大块，即贸易顺差、实际利用外资（FDI）以及其他资本流入，这三大块一起构成了外汇储备的增加。这几部分的数据是可以明确统计计算的。国内绝大部分专家认为可以用以下公式粗略地估算流入中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内地的热钱数额：

境内流入境外热钱＝外汇储备增量－贸易顺差－实际利用外资额

在没有一个最优的计算方法时，广东省社会科学院“境外热钱异常流动研究”课题组的研究方法是，一是以这个次优公式来推断热钱可能的流入情况，及把其他资本流入部分忽略地认为是热钱的参考数量；二是通过访谈、问卷、分析数据等方法对热钱进行趋势分析（主要是通过地下钱庄的访谈、问卷和数据分析，当然还包括银行、外汇管理部门、海关、外经贸部分等），再通过实际问题进行趋势的校正，最后是以第一种方法得出的参考数量进行佐证。广东省“境外热钱异常流动研究”课题组组长黎友焕博士一直坚持对热钱的研究，他认为我们在对热钱规模估算时只能把握流动趋势，不必要陷入对其确切的数量进行计算争论的泥潭中。

鉴于数据收集的便利，笔者在此，仅以传统的计算方式向读者展现近年来国际热钱入境的粗略规模，即使用国内绝大部分专家认为并使用的公式来粗略地估算流入中国内地的热钱数额（见图2.9）：

境内流入境外热钱＝外汇储备增量－贸易顺差－实际利用外资额

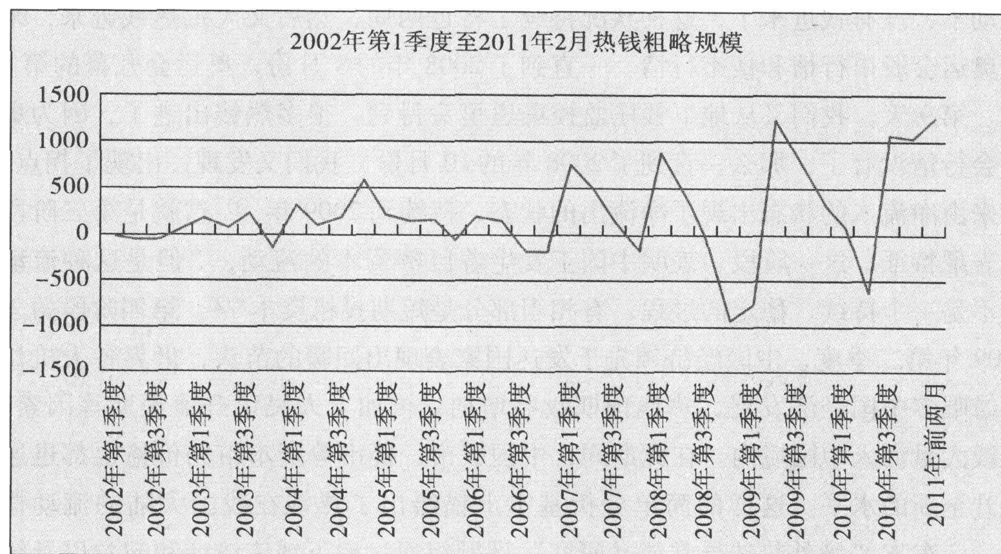


图2.9 热钱数量流入趋势图（传统计算方法）（2002年1季度至2011年第1季度）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、"金融鳄鱼"进入"池子"里的阶段性特征

从图2.9中我们暂且可以把境外热钱在我国的流动分成四个阶段：第一个阶段在2003年之前，此阶段热钱在中国的活动量非常小，也没有引起民众的关注。第二个阶段为热钱开始进入阶段，从2003—2006年年底。此阶段以热钱净流入过程为主，但规模相对较小，不但没有对中国经济造成实质性危害，反而还在一定程度上加大了中国经济的繁荣，并且此繁荣在尚可接受的范围；从2007年后热钱在中国波动性非常大，金融危机造成的各种不确实性使得热钱在我国时进时出，而且规模巨大。第三个阶段始于2007年年初，终于2009年年初，在这两年热钱的流动呈现出非常强的规律性，2007年开始大幅流入，2008年5月中国汶川大地震极大地打击了境外热钱的信心，尤其是对奥运会股市行情的预期落空后，热钱抽逃现象非常严重，这种势头持续到2009年年初，据广东省"境外热钱异常流动研究"课题组调查显示：2008年5月份，地震灾害发生，第三天我们从地下钱庄里头监控到，流进来的热钱突然间停止了，不流动了，没有钱进来了，这种状况持续了将近两周，然后又大批热钱进来，来赌奥运会股市行情和楼市行情。一直到了2008年的8月份，奥运会开幕的第8天、第9天，我们又从地下钱庄监控渠道里头得到，很多热钱出逃了，因为奥运会行情没有了，那么一直到了2008年的10月份，我们又发现，出现了拐点，本来由净流入的状态出现了净流出的状态，持续到2009年。① 这就是第三阶段的表现特征，这一阶段，表明中国正发生着巨额资本的流动，"但是这种流动并不是一个持续、稳定的过程，有相当部分是短期投机资本"②。第四阶段始于2009年第二季度，中国经济领先于发达国家表现出回暖的苗头，世界各大机构纷纷唱多中国经济发展，热钱预期收益增加。再加上人民币升值预期等因素，热钱大量涌入中国境内。在此期间，中国股市、楼市等资本市场价格也都迅速飙升至新的水平。这样的简单分析基本上描绘出了热钱在我国大陆的流动概况，广东省"境外热钱异常流动研究"课题组通过地下钱庄访谈和问卷以及统计分析的结果虽然跟这个传统分析方法有一些出入，但总趋势大概一致。

① 资料来源：黎友焕. 热钱与中国经济发展［N］. 世纪大讲堂，2010-01-23。

② 2001年诺贝尔经济学奖得主迈克尔·斯宾塞在复旦大学主办的"上海论坛2007"上如此表示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场情况和广东省“境外热钱异常流动研究”课题组调查研究结论都揭示了一个不争的事实是热钱已经进来了。即便我国的资本项目自由兑换尚未完全开放，受到人民币持续升值和国内资产价格快速上涨的强烈吸引，逐利的热钱依然会通过假贸易、地下钱庄等各种渠道出入中国境内市场。

对于国内各界对热钱的反应，广东省社会科学院“境外热钱异常流动研究”课题组组长黎友焕博士几年来研究热钱的心得体会是，2007 年前，不少人对热钱的跨境流动数量表示怀疑，2007 年后几乎所有的部门都不怀疑热钱在我国内地的异常流动。只是不少习惯于以确凿统计数据来实证分析问题的理论型学者至今仍然对热钱问题摸不着头脑。但热钱问题已经引起了国务院各部委以及高层的高度重视。热钱异常流动问题在未来我国经济建设中的影响已经不可忽视。

补充资料：

官方报告：1994 年以来我国“热钱”流动特征①

根据表 2.2 数据显示，1994 年外汇管理体制改革至 2010 年年底，我国“热钱”流动存在较明显的顺周期性特征。1994—2002 年，我国经济增长比较平稳，GDP 增长率平均为 9%，并受到了亚洲金融危机的冲击，“热钱”合计净流出近 4000 亿美元；2003—2010 年，我国经济总体呈现高速发展势头，GDP 增长率平均为 11%，人民币单边升值预期且预期有所强化，“热钱”合计净流入近 3000 亿美元。从 1994—2010 年较长时期来观察，则前期“热钱”净流出与近年来“热钱”净流入基本相抵，总体呈现净流出约 1000 亿美元，占同期外汇储备增加额的 3.5%。

随着我国经济实力提高和对外开放扩大，“热钱”流动对储备积累和经济发展的影响越来越小。1998 年亚洲金融危机前后，“热钱”净流出规模与 GDP 之比在 8% 左右，但随后总体呈下降趋势，2010 年“热钱”净流入规模与 GDP 之比仅为 0.6%。

① 资料来源：国家外汇管理局国际收支分析小组．《2010 年中国跨境资金流动监测报告》，2011－02－17。

http：//www.safe.gov.cn/model_ safe/tjsj/tjsj_ detail.jsp？ID＝111300000000000000，1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

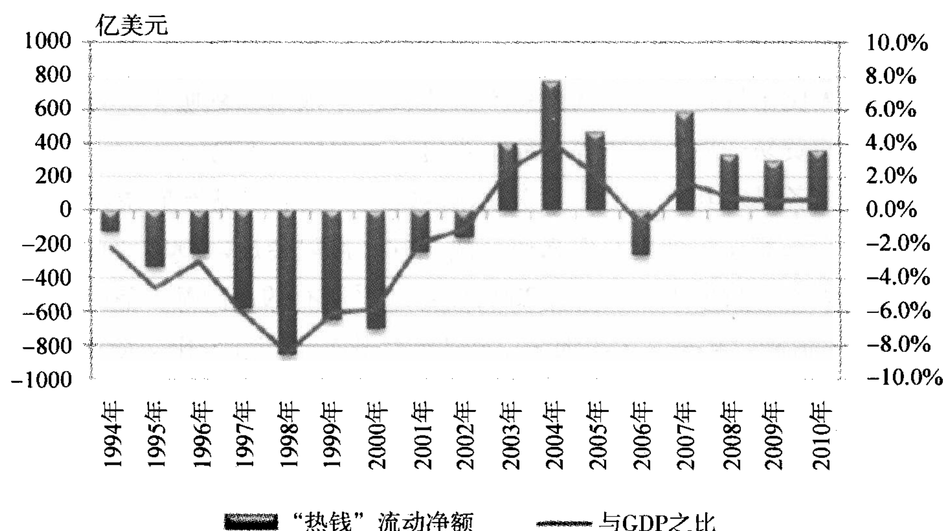


图 2.10　1994—2010 年我国“热钱”流动净额及其与 GDP 之比

第三节　“金融鳄鱼”缘何虎视中国市场

国际热钱为何要万里迢迢屯兵大陆四周，然后再伺机过五关斩六将地进入内地呢？对此国内许多专家学者从各个不同角度给出了答案。

在目前有关热钱入境原因问题的探讨的资料大多集中在国内专家学者的文献以及一些权威经济学家发表的言论之中，但这些文献和言论也并不一定是主要针对境外热钱。大多数人只是在分析文章时有所涉及，很少专门对其进入的原因进行分析和验证。常春凤、欧阳丽（2005）指出，由于人民币升值预期高涨和本外币正利差创造的较大套利空间，使国际游资（即热钱）大量涌入国内，而且游资短期内不仅不会退出，还会继续流入。① 他们认为热钱进入赚取的是人民币升值和利差的空间利润。易宪容（2004）认为对于人民币升值的预期才使大量“热钱”进入中国市场，国际游资不会选择进入中国房地产市场。

① 常春凤，欧阳丽．国际游资涌入我国的原因与对策［J］．山东经济，2005（2）：第 46～47 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为房地产行业占用大量资金、获利周期长，而且当前中国楼市仍未摆脱“泡沫论”的阴影。[①] 他认为国际游资进入完全是因为人民币的升值。尹中立（2005）对此表达了完全相反的观点，并表示海外热钱不断加大对中国房地产市场的投资，与预期人民币升值有非常直接的关系。[②]。可见他把热钱进入的原因归结于人民币升值和房地产。黎友焕（2007）认为：赌人民币升值只是游资进入我国的一个方面，更重要的是在人民币升值背景下，赌我国的股市和房地产市场，因为不少游资进入国内的成本非常高，而依靠人民币升值幅度很难有这么高的回报。[③] 陆前进（2008）认为，热钱的流入不仅仅因为人民币升值较快和升值预期较强，还由于中美利差倒挂、国内资产市场价格的上涨以及美元持续走软。[④] 同时，指明像热钱这样的“投机资本流入主要是套利或套汇，或两者兼而有之”。张明、林晓红（2008）把当前热钱大规模流入中国的原因分为内外两方面，外部原因在于美国次贷危机的爆发，而内部原因则在于人民币升值、中国政府的加息以及资本市场的发展前景。同时指出热钱的盈利方式通常包括套利、套汇和赚取资产升值收益[⑤]。

大部分专家学者都从各自不同的角度来解释热钱入境的动因，虽然角度不同但是他们都不否认我国境内存在着吸引热钱入境的因素。但也有学者持相反的观点，认为我国境内没有吸引境外热钱的因素。如李扬（2008）认为，目前中国并没有吸引热钱进入的条件，他同时也否认了有关热钱的进入原因，2007年第4季度以来，在中国，除了银行存款市场，几乎所有资产市场都不会为投机者青睐。然而，由于各种原因，银行存款市场并不合投机者的胃口。[⑥]

集思广益，本书在此将引起热钱入境的各种原因归结如下：

---

① 易宪容．热钱不会进楼市，国际游资炒原油［N］．北京娱乐信报，2004－11－02

② 中国社会科学院金融研究所尹中立2005年在接受中国经济时报记者采访时如此表示

③ 黎友焕．国际热钱涌入防不胜防，假借贸易暗度陈仓．中国证券网．2007－01－27。

④ 陆前进．“热钱”流入中国的套利机制及其防范［J］．上海金融，2008（8）：第63～67页。

⑤ 张明，林晓红．当前热钱大规模流入我国的原因及对策［J］．中国党政干部论坛，2008（7）：第56～58页。

⑥ 李扬．对“热钱”问题的几点看法［J］．中国经贸导刊，2008（19）：第10～11页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、人民币升值预期及利差因素

人民币升值预期与中美利差逐步拉开，是诱导国际热钱涌入我国境内的重要因素，甚至有的专家学者将这两个因素作为热钱入境的主要因素或者唯一因素。

（一）人民币升值预期是诱导热钱入境的导火索

进入20世纪，中国经济又得到了进一步的发展，中国对外贸易顺差额日益拉大，外汇储备日益增多，这些信息向全球传递了人民币升值预期的信号。2005年7月21日19时，中国人民银行宣布美元/人民币官方汇率由8.27调整为8.11，当天人民币升幅约为2.1%。同时央行还宣布废除原先盯住单一美元的货币政策，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。

由于贸易顺差过大带来的流动性过剩等诸多问题，使我国的金融经济近几年来出现了突出问题。我国经济快速增长和人民币不断升值，对境外资金产生很大吸引力，且大量国际“热钱”流入我国又进一步加大了人民币升值的压力。在这样的背景下，境外逐利资本开始大量涌入我国，希望能分食人民币升值带来的利润，人民币不断预期升值的态势使大量的外资进入我国伺机套利，并且人民币升值幅度逐渐增大。随着我国经济的发展，一些综合性的因素造成人民币汇率将会出现加速升值的趋势，双向波动增强。相比美、欧、日等经济发达国家和地区经济增长的低迷，我国经济增长继续保持较高速度态势，进一步缩小了与经济发达国家和地区的差距，使人民币走强有了坚实物质基础；虽然国家前一段时间出台了包括降低出口退税税率在内的一系列对外贸易政策措施以图改善我国贸易不均衡状况，但在我国产业结构还未充分适时调整和严峻的就业压力之下，我国对外贸易顺差会继续延续并扩大，从而继续推动人民币升值；另外，美国持续降低美联储基准利率水平，而我国持续加息，在我国股市、楼市等财富效应的吸引下，使得以套利为目的的国际资本大量进入我国，进一步推高我国外汇储备水平，境内充裕的外汇储备在市场机制作用下会推动人民币加快升值；随着美、日等发达国家经济的走弱，美国巨额对我国的贸易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆差以及国际收支失衡问题的出现，西方发达国家通过各种方式加强了对人民币汇率的干预，人民币面临着沉重的加快升值压力。在国际压力和相互协调力度的加大的情况下，人民币汇率快速升值，并且趋势不变。由于以美国等发达国家经济发展中的不确定性进一步增大，我国外汇储备使用方式多样化的开拓以及人民币汇率形成机制中市场作用的进一步增强，近期人民币汇率升值幅度将有所加大，伴随着人民币汇率升值的预期，以投机获利为目的的国际“热钱”流入速度会加快，流入数量会进一步增加。

从 2002 年开始中国经济增长速度已经连续 9 年超过 8%，贸易顺差和外汇储备一次又一次刷新纪录，增大人民币升值压力，经济开始出现过热的征兆。一方面，政府宏观调控力度加强，为平抑经济过热，利率有提高的压力；另一方面，面对着美欧等西方国家的“中国经济威胁论”，人民币有升值的压力，人民币升值双双面临上升的压力下，热钱开始大举进军中国市场。2005 年的汇改至 2010 年年底，人民币兑美元的汇率升值已经超过了 20%。而目前美国恰恰相反，由于政治和经济的各种原因，美元在持续贬值，人民币持续升值。

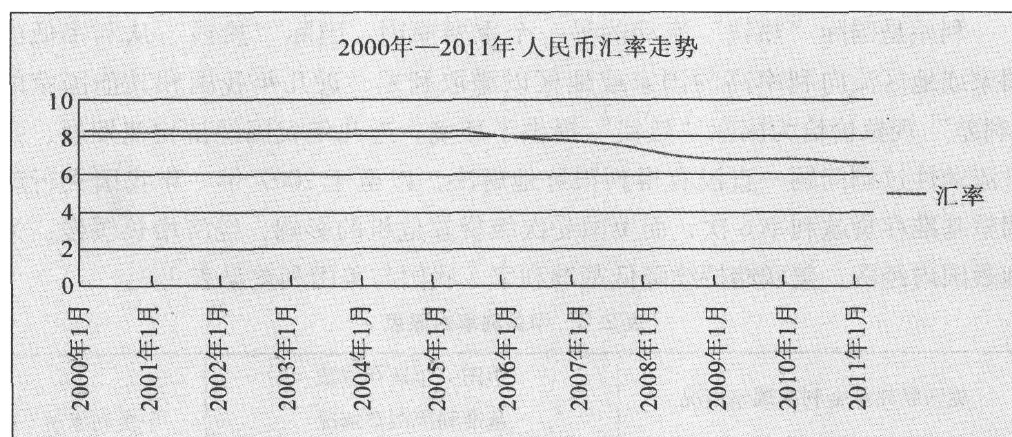


图 2.11　2000 年第 1 季度—2011 年第 1 季度人民币汇率走势

2011 年博鳌经济论坛上，有专家学者认为：按人民币对美元的远期 NDF 市场价格计算，2011 年市场对一年期人民币的升值预期依然高达 5% 左右，加上目前国内一年期存款利率与欧美发达国家相比高出 3 个百分点，每笔热钱流入中国一年的套利利润预期值至少在 8% 以上？同时，目前外界对我国继续加息的预期依然非常强烈？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

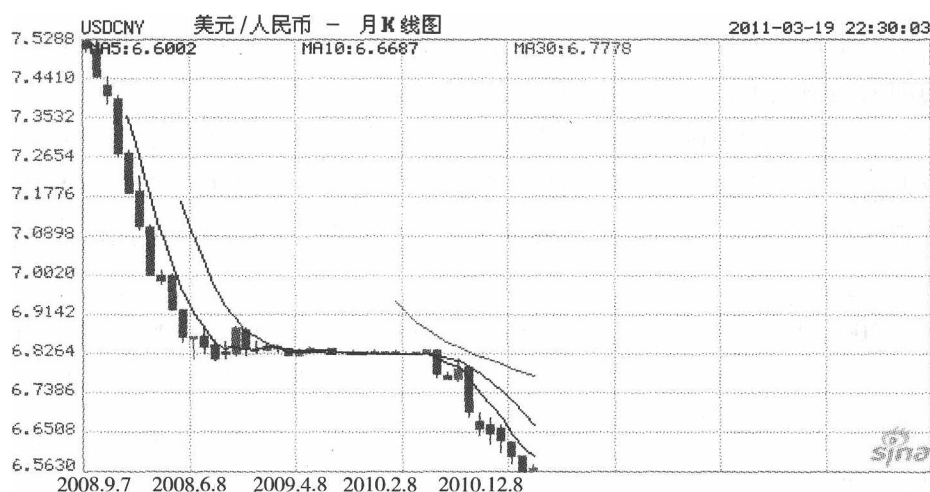


图 2.12　2007 年 9 月—2011 年 3 月人民币汇率月线图

（二）利率因素

利差是国际“热钱”流动的另一个重要原因。国际“热钱”从利率低的国家或地区流向利率高的国家或地区以赚取利差，近几年我国和其他国家的“利差”现象恰恰为国际“热钱”提供了环境。近几年我国经济快速发展，并且流动性过剩问题一直没有得到很好地解决，以至于 2007 年一年我国央行就调整基准存贷款利率 6 次，而美国受次级贷款危机的影响，经济增长缓慢，为刺激国内经济，美联储持续降低基准利率。我国与美国利差见表 2.3。

表 2.3　中美利率对照表

美国联邦基金利率调整情况		中国一年期存贷款基准利率调整情况		中美利率差
调整时间	调整后水平	调整时间	调整后水平	
2002.2.21	1.75		1.98	0.23
2004.10.29	1.75		2.25	0.5
2006.8.19	5.25		2.52	-2.73
2007.3.18	5.25		2.79	-2.46
2007.5.19	5.25		3.06	-2.19
2007.7.21	5.25		3.33	-1.92

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

美国联邦基金利率调整情况		中国一年期存贷款基准利率调整情况		中美利率差
调整时间	调整后水平	调整时间	调整后水平	
2007. 8. 22	5. 25		3. 6	-1. 65
2007. 9. 18	4. 75		3. 87	-0. 88
2007. 12. 21	4. 25		4. 14	-0. 11
2008. 1. 22	3. 5		4. 14	0. 64
2008. 1. 31	3		4. 14	1. 14
2008. 3. 19	2. 25		4. 14	1. 89
2008. 4. 12	2. 28		4. 14	1. 86
2008. 5. 30	1. 98		4. 14	2. 16
2008. 6. 30	2		4. 14	2. 14
2008. 9. 30	1. 81	2008. 9. 30	4. 14	2. 33
2008. 10. 9	0. 97	2008. 10. 9	3. 87	2. 9
2008. 10. 30	0. 97	2008. 10. 30	3. 6	2. 63
2008. 11. 27	0. 39	2008. 11. 27	2. 52	2. 13
2008. 12. 23	0. 16	2008. 12. 23	2. 25	2. 09
2009. 2. 1	0. 22		2. 25	2. 03
2009. 3. 1	0. 18		2. 25	2. 07
2009. 4. 1	0. 15		2. 25	2. 1
2009. 5. 1	0. 18		2. 25	2. 07
2009. 6. 1	0. 21		2. 25	2. 04
2009. 7. 1	0. 16		2. 25	2. 09
2009. 10. 1	0. 12		2. 25	2. 13
2010. 3. 1	0. 16		2. 25	2. 09
2010. 4. 1	0. 2		2. 25	2. 05
2010. 10. 19	0. 19	2010. 10. 19	2. 5	2. 31
2010. 12. 26	0. 18	2010. 12. 26	2. 75	2. 57
2011. 2. 9	0. 16	2011. 2. 9	3	2. 84
		2011. 4. 6	3. 25	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

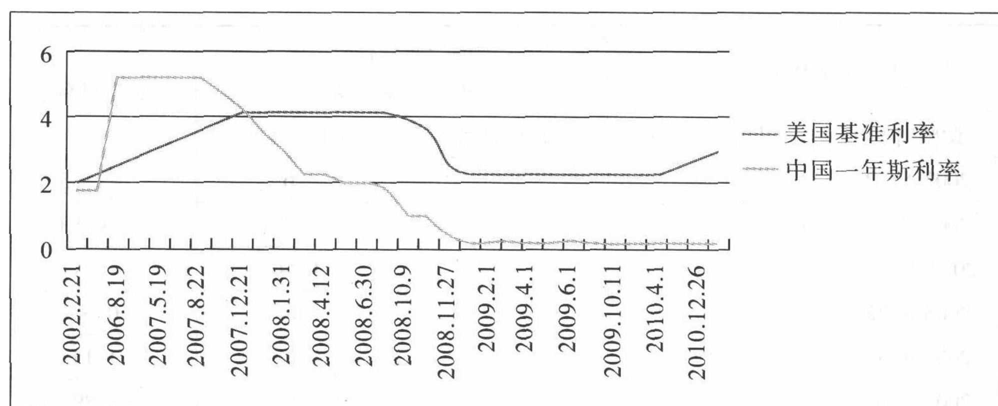


图 2.13 中美利率走势

数据来源：中国人民银行

http：//www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/621/index.html

美国联邦储备系统

http：//www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Monthly/H15_ FF_ O.txt

综合考虑国内外的经济情况，未来的一段时间内，我国流动性过剩问题将依旧严峻。首先，从国际收支这一影响我国流动性、根本性因素来看，就经常项目而言，尽管我国调整了出口退税税率，采取了诸多减少鼓励出口措施，加大了进口力度，但基于我国以进料加工贸易为主的对外贸易顺差方式和各类性质不同的企业进出口状况，在充足产能和就业压力下，我国出口难以减弱，巨额对外贸易顺差仍将持续。从资本金融项目来看，我国经济高成长性的继续展现、人民币升值的预期等，使得在当前全球范围内流动性泛滥背景下包括 FDI、热钱等在内的国际资本积极进入我国进行各种形式的获利活动，我国资本金融项目顺差也会继续下去。其次，2007 年第一季度我国新增贷款达 1.42 万亿元，占到全年新增贷款目标的 40% 以上，为控制投资增长过快与经济可能过热，银行信贷投放将受到抑制，在现有的分业经营体制下，银行资金流动性被迫在体系内累积，难以减弱。再次，在 2006 年股市大涨 130% 的基础上，2007 年第一季度股市又上涨了 17%，而到 2008 年 3 月股市上证指数下调了 40%。股市投资风险明显增大，但也是投资或投机者进入的机会。受美国次级贷款危机的影响，国际资本也在寻找好的地方获利，我国会是他们的首选之地。因此，国际热钱在未来一段时间的大量流入会进一步加大我国的流动性过剩问题，对我国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的本来已采取从紧的货币政策施加压力。

过剩的流动性对我国经济产生了重大影响，不仅增大了银行资金运用压力，使我国投资增长过快，也推动了股市、楼市等资产价格快速上扬，面临泡沫风险。为控制经济运行中严峻的流动性过剩状况，2011 年 4 月 6 日央行继 2011 年 2 月 9 日又以 0.25 个百分点的幅度提高存贷款基准利率，一年期存款利率由 2010 年 10 月的 2.25% 上调至 3.25%，一年期贷款利率也由 5.31% 上调至 6.31%，同时加大央行票据发行对冲力度。尽管我国经济尚处于平稳增长范围内，2011 年 1 月、2 月 CPI 水平均为 4.9%，3 月为 5.4%，而美国 2010 年底 CPI 指数才达到 1.64 个百分点的水平。为减少美元对人民币的利差和缓解人民币升值的压力，央行对采取加息是很谨慎的，但考虑到 3 月 CPI 达到 5.4% 已超过一年期存款基准利率 2 个百分点，出现了利率倒挂、实际利息为负值的状况，如果流动性过剩问题进一步趋于严峻，投资增长过快，经济出现过热，资产价格上涨速度过猛，也不排除我国政府再次加息的可能，这样会更拉大本已存在的利差。

一年来突出的银行资金流动性过剩问题未能得到缓解，首先是由于人们对产生流动性过剩的原因认识还不太一致，对造成流动性过剩的直接原因是国际收支不平衡比较认同。而对于导致国际收支不平衡的原因却有不同看法。有的认为是经济结构扭曲造成的，有的说是外贸管理不善导致进出口顺差过大，还有的则归咎于外汇管理体制和汇率政策等等，但国际因素像外部的干扰和压力很重要。从 2004 年 10 月的西方七国财长和央行行长会上美国对我国人民币升值施压开始，几年来愈炒愈热，引起国内外市场对人民币升值的过高预期，加上美元的急剧贬值，导致国际过剩资本通过合法、非法的各种渠道大量进入国内市场；我国企业和居民也将手中的美元纷纷送到银行结汇，因此使我国外汇储备近几年出现了异常的过快增长。我国外汇储备从 1978—2003 年用了 25 年才达到 4033 亿美元，而 2004—2005 年两年就翻了一番多，达到 8189 亿美元，2006 年又增加 2473 亿美元，2007 年更猛增 4619 亿美元，年末达 1.52 万亿美元，2008—2010 年 3 年又翻了一番达到 28473.38 亿美元，2011 年 3 月末，突破 3 万亿美元大关，达到 30447 亿美元，同比增长 24.4%。央行不得不发行相应的基础货币去收购这些外汇，使外汇占款高达十多万亿元人民币。而这些基础货币在流通中会产生几倍的乘数效应，就必然出现资金流动性明显过剩的现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象。流动性过剩主要是由我国经济发展，国际收支双顺差的不断持续导致外汇储备增长过快、外汇占款过多因素造成的，当然与我国货币流通速度加快、货币乘数变大等因素也有一定的关系。

流动性过剩客观上为固定资产投资规模过大、货币信贷投放过多、物价上涨过快，并且为楼市和资本市场价格的上涨提供了资金支持。解决好流动性过剩问题是“两防”的总闸门，只要资金源头调控得当，经济过热和通货膨胀就失去了基本的动力。消除国内外市场对人民币升值的过分预期，控制大量境外热钱的非法流入而减少我国国内的流动性。

另外，2005 年 8 月美国次级贷款危机爆发以来，世界经济前景出现了团团疑云，防止经济衰退和遏制通货膨胀已经成了全球的热门话题。最近，西方主要发达国家央行已先后向商业银行注资 1 万亿美元，使本已相当严重的国际流动性过剩雪上加霜。大量国际游资千方百计去寻找新的出路，一些金融巨头和国际炒家还借此转嫁危机，大发横财。其通常做法是以各种方式向某个国家或地区输入大量资金，制造或做大经济泡沫，在泡沫行将破裂的关键时刻迅速撤资，以获取丰厚的回报；等到该国或地区经济危机爆发之后，再大举廉价收购那里的资产，再次获得巨额财富。

我国经济已经和世界经济有了紧密的联系，国际环境瞬间万变，世界经济出现了新的问题，我国经济必然会受到影响。美国消费下降、经济增长趋缓，将直接影响我国对美国的出口，由于我国的出口占经济总量的比重大，因此，会进一步影响我国的经济。美联储连续多次降息，美国联邦基金利率从 2007 年 9 月的 5.25% 降至 0.16%，接近零利率，而我国人民币一年期存款利率现已达到 3.25%（2011 年 4 月 6 日再次调息结果），两者的利率水平实际上已经形成了倒挂。市场对美元和人民币的预期则是完全相反的方向，美元还会进一步降息和继续贬值，人民币却还将升息和加快升值。在这样的背景下，人民币资产和作为人民币资本品载体的我国股市、楼市等成了全球为数不多的避风港，将会有更多的国际投机资本通过各种渠道涌入我国，这样一来我国与他国的利差还会加大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、良好的资本市场是热钱入境的特殊动因

图2.14反映了我国自2006年8月以来的CPI和一年期基准存款利率的走势。通胀率CPI呈现高低起伏的状态，在一定程度上反映了经济的周期性，利率在整个过程中则显得相对平稳。这两条线不是独立的，而是相互联系的。在2006年12月之前以及2008年5月至2010年2月间，不难看出利率水平基本上高于通货膨胀率，但在其他时间段里情况刚好相反，利率大多低于通胀率水平，也就是出现了负利率的现象。按照前文学者的研究成果，热钱在此时间段规模相当大。热钱在负利率下仍然不肯离去，必然有其特殊的原因。数据可以很好地说明问题，前提是中美之间的利差足以吸引热钱进入。

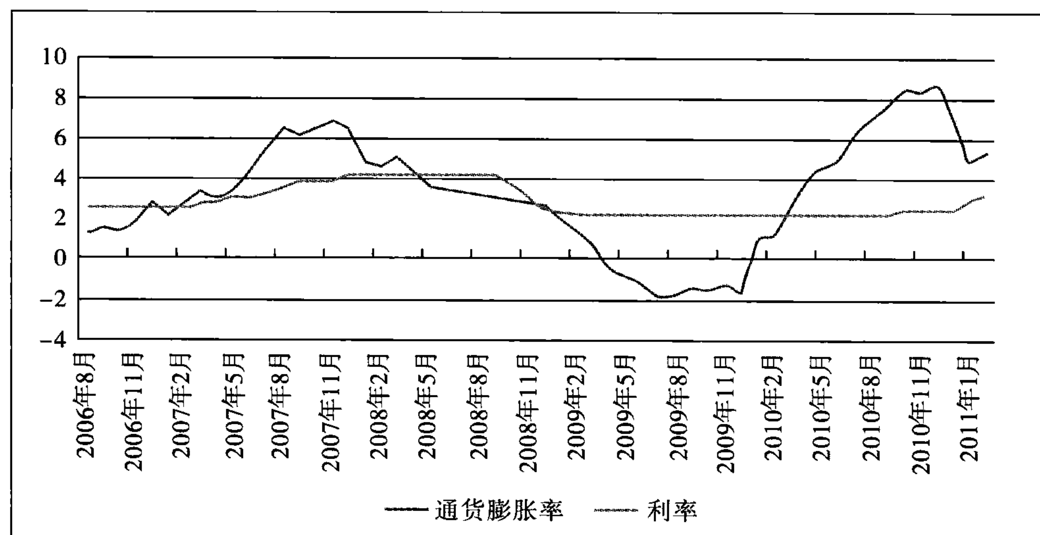


图2.14　利率和通胀率水平

注：图中数据根据中国国家统计局和中国人民银行的相关数据整理而成。

假设一：2007年1月1日人民币兑美元汇率为1美元=8.1元人民币，2008年1月1日（一年后）为1美元=7.4元人民币（人民币升值8.6%）。

假设二：中国国内利率为3%，美国国内利率为5%（机会成本），并假设两国利率相对不变。

假设三：资本在2008年1月1日时预期投资回报是10%，即原来8.1元人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民币投资变成了 8.9 元（增长 10%）。

首先说明，以上假设是基于中美的现实所定，为计算方便与真实数据稍有出入。目前人民币在升值，而且有进一步升值的压力。但 2009 年以来，由于美国大幅降低利率，导致中国名义利率大大高于美联储基准利率。后金融危机时期，中国资产市场价格普遍上扬，有良好的投资回报预期。在上述三种假设的情况下，我们可以看到当资本在2008 年 1 月 1 日将投资回收的人民币换回美元时的情况。

第一种情况：若热钱只赌人民币升值，则 1 美元的投资将换回 1.127（8.1 ×1.03 ÷7.4）美元，成本为 5%，所以他们的净回报率是 7.7%。可以看出，如果没有人民币的升值贡献，他们就不可能进入中国，因为中国真实利率为负数。即使进来，那也是赌人民币升值的幅度会大于利差。所以人民币升值对于热钱来说，投资的回报率高了或者成本降低了。

第二种情况：热钱若赌的是人民币资产（房地产、股票）升值，按照预期，则 1 美元的投资将换回 1.2 ［8.1 ×（1 +10%）÷7.4］美元，减去 5% 的成本，净回报率达到 15%，远远高于 7.7%，说明投资于预期回报率更高的人民币资产净所得会更高。但此所得也是建立在人民币升值的基础之上的，因为人民币若不升值，净所得也会大大减少（只有 5%）。所以得出结论：人民币升值不是热钱进入的目的，而只是直接导火索。

从全球货币体系来看，人民币升值也仅仅是人民币相对于美元、日元和港元等货币的升值，从 2009 年开始，相对于欧洲货币如欧元和英镑甚至是贬值的，而且这种趋势非常明显（如图 2.15）。欧元和美元之间的利差与中美利差相差不大，而欧元的升值速度比人民币更快，热钱却没有如此疯狂地涌入欧洲，所以相对于其他国家来说，热钱进入中国的房地产和股票市场又是一个特殊动因。

很明显，境外热钱通过种种渠道进入中国，绝对不会仅仅把外汇兑换成人民币后将其存在银行里等待其升值，也就是说人民币债券对热钱的吸引力不大，政府发债不会引起大规模的境外资金流入。因为它们并没有赌人民币本身，而是赌人民币资产——房地产和股票等资本市场。与发达国家相比中国的楼市和股市才刚刚起步，而国内开发商和机构实力有限，无法通过长期持有获得稳定的收益，所以目前中国房地产市场等资本市场具有巨大的投机机会，这也正决定了热钱进入中国过热资产领域的动机和可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

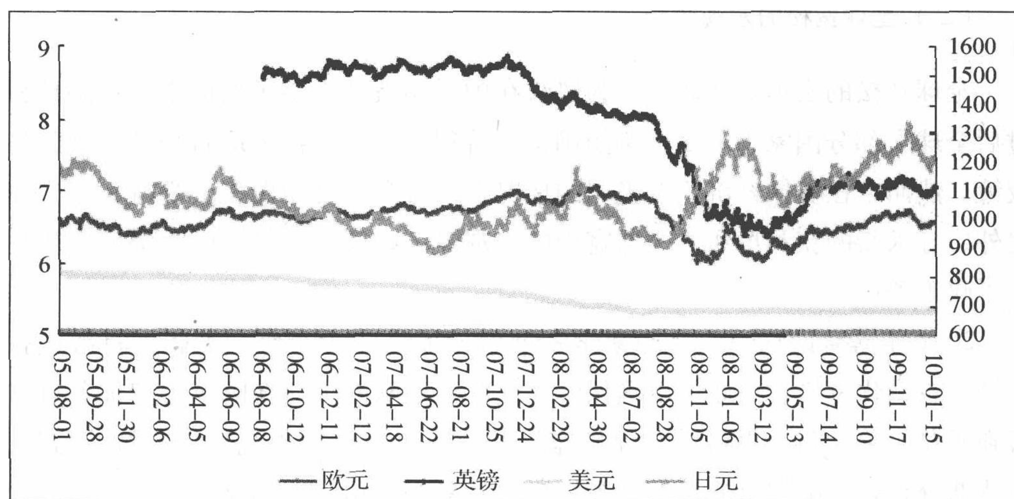


图 2.15　人民币对主要货币的汇率走势图

数据来源：根据人民银行网站数据整理。

http：//www. pbc. gov. cn/huobizhengce/huobizhengcegongju/huilvzhengce

三、其他影响因素

（一）外汇管制

2005 年 7 月 21 日，中国人民银行宣布废除原先盯住单一美元的货币政策，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。“克鲁格曼三元悖论”认为：一个国家在汇率稳定、货币政策独立、资本自由流动三者中只能选择其中两种，不能三者兼顾。在我国施行独立的货币政策和资本项目的开放及经常项目的完全开放以及有管制的汇率制度，完全符合“克鲁格曼三元悖论”的结论。事实上，在中国，汇率市场是明显的无效市场，人民币汇率在政府控制之中，并实行长期单边升值政策。同时，资本项的部分开放和贸易项的完全开放，意味着存在无风险套利机会和资本退出渠道。这种制度扭曲了人民币在国际上的价值，加速了热钱的流动性。①

① 胡泽铭，关于热钱入境的原因、风险及其政策建议，经济研究导刊，2010 年第 26 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）全球宽松的宏观政策

全球宽松的宏观经济政策，为热钱在国际间流动提供了低成本。金融危机过后全球大部分国家为了尽快刺激国家经济得到恢复，都采取宽松的宏观经济政策。然而，在实体经济仍然脆弱的情况下，过多的流动性资金都游离于实体之外，寻求新的获利场所，全球宽松的宏观经济政策为大量国际游资的产生提供了政策条件。

2011 年博鳌论坛上，有专家学者认为，2011 年上半年，美联储将继续执行第二轮量化宽松货币政策以确保经济复苏；而欧洲央行在欧洲主权债务危机得到明显改善之前，也将继续保持宽松的货币政策以提供流动性支持。另外，虽然部分新兴经济体也通过加息等手段开始紧缩货币，但相比之下，其经济增长趋势不如中国，本币升值预期更不如人民币的升值预期强。因此在全球流动性依然泛滥的大背景下，我国无疑是对“热钱”的吸引力最大的国家之一。

（三）国内良好的投资环境

改革开放 30 多年来，我国 GDP 以年均 9.5% 的速度快速增长，进入新世纪之后，头十年我国 GDP 的年均增长率更是超过了 10%，中国现在实际上已经成为名副其实的世界第二大经济体了。

在全球流动性过剩的大背景下，中国经济高速持续稳定发展而且被投资者看好，热钱看好中国宏观的基本面涌入中国。从当前国际环境来看，当前热钱的流动体现了发达国家和新兴市场经济国家经济恢复程度的不同。国际热钱看好中国经济形势改善、国内投资风险相对较小的因素。

另外，从整体新兴经济体的发展角度来看，由于西方主要国家央行的利率接近零，跨境逐利资本流向股市。房地产市场，有资产升值预期的中国等新兴经济体的资本市场成为过剩流动性的流入地。同时，新兴经济体的工业化和城市化导致资产价格上涨，国际游资居间套利，尤其是新兴经济体缺乏弹性汇率制度，在应对国际热钱冲击时表现乏力。

（四）次贷危机的影响因素

当发达国家金融市场出现波动的时候，更多的国际资本会流向新兴市场国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家。中国是新兴市场的领跑者，自然就充当了境外热钱的"避风港"，但热钱入境也并非仅仅为了避险。美联储的不停降息导致中美利差加大，加之美元加速贬值和中国外汇储备的快速增长，所以人民币升值的压力越来越大，对人民币投资和投机的需求也会越来越大，这些因素会直接导致更多的热钱和外汇资本流入中国。

1. 热钱入境避险

境外热钱为避险而选择中国是次贷危机的必然结果。美国经济一旦出现下滑，大量资金可能会从美国资本市场撤离，寻求更为安全的投资场所。从安全的角度看，中国很可能是境外热钱最理想的投资场所。

（1）次贷危机影响世界主要经济体。

次贷危机影响世界市场经济，并且由其引起的金融市场动荡继续在蔓延。次贷危机对美国最直接的影响在于房地产市场与银行系统。2008 年 1 月 15 日花旗集团宣布，由于减记高达 180 亿美元的次贷相关资产，集团在上年第四季度净亏 98.3 亿美元（每股净亏损 1.99 美元），为该行 196 年来历史上遭遇的最大季度亏损。当天，花旗股价暴跌 7.3%，全球主要股市全线下挫，16 日亚太股市也集体暴跌。张燕生，王海峰，张建平等（2008）认为美国经济扩张已经进入第七年，经济扩张的动力基本释放，次贷危机可能成为美国经济周期的拐点。

受美国经济减速拖累以及私人消费、资产投资增长放缓的影响，欧元区和日本经济增长已经出现了明显放缓的趋势。欧元区经济受次贷的影响虽然较滞后，但由于其银行系统的抗风险性总体指标还不如美国，再加上美元贬值和以美元计价的能源价格继续上涨，所以欧元区也不能幸免于次贷风波。2008 年 4 月欧元区两大投资银行德意志银行和瑞银集团同时发出盈利预警，前者表示预计第一季度将冲减 25 亿欧元与美国次级贷款相关资产，后者则在声明中指出由于受到 190 亿美元的次贷相关资产拖累，该行继第一季度出现创纪录的 125 亿瑞士法郎亏损后，第二季度再亏损 120 亿瑞士法郎。欧元区的资本市场正在面临近 20 年来最严峻的考验。2007 年 12 月 18 日，日本银行家协会主席 Masayuki Oku 表示，日本经济因诸如美国次贷危机和较高能源价格等因素的影响而在减速。《日本经济新闻》2008 年 6 月 2 日报道，截至 3 月底，日本金融机构因美国次贷危机遭受的损失总额达到 1.9 万亿日元。

随着全球经济增速放缓，通胀压力上升，主要经济体通过降息刺激经济与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加息反通胀权衡难度加大，国际金融市场不确定性风险加大。

（2）中国受次贷直接影响较小。

尽管次贷风波已经对我国宏观经济、金融市场和金融机构形成了一定压力，对国内通货膨胀也形成了一定的暂时性影响，但由于我国金融系统在次贷领域介入有限，加之资本项目尚未完全开放、中国金融体系相对独立、中国经济发展预期良好以及中国国内局势稳定等因素，次贷风波对我国经济与金融市场的短期直接影响有限。

对于热钱持有者本身来讲，其在逐利的同时也要权衡风险的大小。所以基于这些原因，境外热钱有理由选择新兴市场国家尤其是中国，作为规避风险的理想港湾。

2. 热钱入境逐利

不同于次贷危机之前，热钱入境现在可以从利率和汇率的差额中获得收益。随着 2007 年美国次贷危机爆发，美联储为拯救市场，从 2007 年 9 月份起，连续多次降息，联邦基金利率由 5.25% 降至接近于 0（2011 年 2 月 9 日为 0.16%），与此同时，中国人民银行多次加息，一年期存款基准利率从 2007 年年初的 2.52% 提高到目前的 3.25%（2011.4.6），中间最高利率曾调高至 4.14%，多年来，中美利差反转并呈逐渐扩大趋势，加剧海外套利资金流入。另外，人民币对美元汇率也从 2007 年 6 月 29 日的 7.6155 到 2008 年 6 月 30 日的 6.8591，2011 年 4 月 29 日为 6.499①，2007 年 6 月至 2008 年 6 月仅仅一年的时间里人民币累计升值幅度高达近 10%②。所以中美利率倒挂以及人民币升值带来的套利和套汇加剧了境外热钱入境规模，仅套利和套汇，就可让热钱收益达到近 14%。另外，当美国金融机构对潜在亏损的披露已经比较充分，在资本减值准备和坏账准备计提的比较充分之后，它们面临的压力将转为提高利润率，因此，资产收益率较高的发展中国家尤其是中国资本市场可能将会再次受到格外青睐。

① 数据来源：国家外汇管理局网站。http://www.safe.gov.cn/model_safe/tjsj/rmb_list.jsp?ct_name=人民币汇率中间价&id=5&ID=110200000000000000

② 数据来自中国人民银行网站：http://www.pbc.gov.cn/huobizhengce/huobizhengcegongju/huilvzhengce/renminbihuilvzhongjianjiagonggao.asp

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节 屯兵城下，虎视眈眈

随着改革开放和经济的不断发展，我国颁布了一系列的外汇管理新法规，形成了以《中华人民共和国外汇管理条例》（最新版于2008年8月1日修订通过）为主，包括其他外汇管理法规、行政规章和其他规范性文件的相对完善的外汇管理法律体系。相对于建国初期，新时期的外汇管理虽然有一定程度的放松，但是我国对外汇管制仍然比较严格，境外资金通过正常途径进入国内不仅在数量上有限制，而且成本仍然非常高，因此流入我国境内的短期国际资本主要是通过非正常渠道进来的，韩国、日本、新加坡，以及中国香港、澳门和台湾等内地周边国家和地区成为热钱进入境内的中转站。特别是2009年第二季度之后，由于中国经济在全球金融危机过后领先于发达国家表现出回暖的苗头，再加上人民币升值预期、中美利差、中国股市、楼市等资本市场价格也都迅速飙升等因素，世界各大机构纷纷唱多中国经济发展，大量热钱开始屯兵港澳台等地，等候时机随时准备进入我国境内。

一、中国香港地区热钱状况

1997年香港回归祖国以来，尽管经历了诸如亚洲金融危机、美国“9·11”事件、SARS疫情等一次又一次的挑战，但均渡过了难关，香港“一国两制”经受住了考验，而且在实践中不断得到完善与发展。在中央政府不遗余力的支持下，香港经济在波动中发展，呈现出良好的发展势头。14年来GDP以超过4%年均增长速度快速增长，打破了西方学者关于回归后将出现“香港之死”的预言。

香港回归祖国之后，为加强内地与香港的经济合作，中央出台一系列政策措施，并在国家“十一五”规划中纳入香港因素，从国家高度和战略角度，首次明确了香港不可取代的地位和作用。

2003年6月29日，中央政府回应特区政府的提议，签署了《内地与香港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA），此安排总体目标是：逐步减少或取消双方之间实质上所有货物贸易的关税和非关税壁垒；逐步实现服务贸易的自由化，减少或取消双方之间实质上所有歧视性措施；促进贸易投资便利化。随后又分别于2004年10月27日、2005年10月18日、2006年6月27日、2007年6月29日、2008年7月29日、2009年5月9日、2010年5月28日对该安排进行了七次补充。经过七次的补充，香港与内地不仅在货物贸易方面有着紧密合作，而且允许香港居民在内地经营个体工商户；金融合作、会展合作和推动专业人员资格互认；旅游、银行、证券等服务性市场的开放等方面有着密切的合作。CEPA不仅成为香港与内地经济深度合作的重要平台，还促进了港台经贸往来，从而加快了海峡两岸与港澳地区的经贸合作。

人民币结算方面。2009年6月29日签署人民币结算试点合作备忘录。香港金融管理局与中国人民银行就内地与香港跨境贸易人民币结算试点业务签订相关补充合作备忘录，开展跨境贸易人民币结算试点，香港成为内地以外首个配合以人民币进行贸易结算的地区。日后香港企业及内地试点企业进行贸易，可以人民币结算，计划同时适用于进口、出口及转口贸易商。

香港与内地地方政府合作方面。国家发展和改革委员会（发改委）于2009年1月公布《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》（以下简称《规划纲要》），把粤港合作明确为国家政策。广东省人民政府和香港特别行政区政府并于2010年4月7日签订了《粤港合作框架协议》，该协议把《规划纲要》的宏观政策转化为有利粤港发展的具体措施。在金融方面，具体的政策包括继续推进跨境贸易人民币结算试点及适时扩大参与试点的地区、银行和企业范围，支持粤港金融机构跨境互设分支机构等。另外，2011年“两会”上全国人大代表、香港太平绅士蔡素玉提出将CEPA措施延伸到海西经济区。呼吁“推动海峡西岸经济区先行先试，加强闽港两地合作，不仅有利于促进香港与福建的互利共赢，更有利于推动内地与香港、台湾经济、文化的合作与交往。”

中国香港与内地经济的联系不断增强，每年都有大量的香港企业加大内地投资与经贸合作，同时内地企业也纷纷赴港上市筹资，使香港的国际金融中心地位更加巩固。与此同时，作为全球金融中心的香港，连续十年被美国传统基金会评为全球最自由经济体系，没有外汇管制，国际资金可以自由进出，香港资本市场是内地资金与海外资金对接的最好平台，这些因素综合起来促使香港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成为国际热钱进入中国境内的最佳跳板。

据新华社驻香港报道，早在2004年10月、11月，有100多亿港元热钱流入香港，造成水浸银行，定期存款利息下调，股价被炒高。由于股票的带动，加上内地企业赴港的利好因素，大型豪宅也大幅升值。

究竟是什么因素造成上述现象？金融业内人士普遍认为，主要是“过江龙”外国基金来港炒人民币升值。这些外国基金认为，人民币升值势在必行，但中国内地有外汇管制，他们认为港元必然同人民币挂钩，因此，购买港元同样可以得到投机人民币升值的效果。

资料链接

6500亿庞大资金盘踞香港 热钱找寻机会伺机进入内地

⊙记者 时娜

近日（2010-11-26），美元借爱尔兰债务危机和朝鲜半岛局势紧张等持续反弹，港元等亚洲区货币汇率下挫，市场担心热钱已开始撤离亚洲，香港市场甚至有新股搁置了上市计划。但记者近日在香港采访发现，热钱并未真正撤离。

“并未看到资金大举撤出香港的情况，相反，依然看到有资金在想办法通过各种渠道进入内地。”专门为海外基金公司提供服务的瑞士基金服务（香港）有限公司董事总经理赵建成表示，“由于美元反弹，一些做空美元的机构从香港调用部分资金回补空仓保证金，由此引发港汇下跌，并非热钱撤离。去年美国第一轮量化宽松政策推出时，这样的情况也经常发生，但通常的情况是，小幅回抽后，总会有更多的资金杀回来。目前全球流动性充裕的局势已定。”

“朝鲜半岛突发的军事冲突给金融市场带来些许压力，但不会改变热钱的流向。热钱都是追逐高回报的，中国经济强劲增长的大趋势没有发生变化，加息、人民币升值等都将继续吸引资金流入。”赵建成说。

在采访中，确实有私募基金经理因为担心内地进入紧缩周期、外围局势不稳选择了退场观望。“马上年末了，这两个月也赚够了，外围情况不明朗，先休息一段时间。”一位正在休假的私募基金经理笑着对记者说。

但是，大部分市场人士，依然在等待调整过后的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“不仅是港股的机会，还有内地。”香港证券业协会委员温天纳指出，“8月份以来，热钱流入内地的数量逐月增加，而且增加的速度是近8年来最高、最惊人的。按非正式统计，目前约有6500亿港元屯兵香港，寻找机会，伺机进入内地。庞大资金，加上杠杆效应，热钱将达数以万亿港元计。”

香港是热钱流入内地的据点，但不是集中地。香港特区政府财经事务及库务局局长陈家强认为，目前内地的资本市场并未开放，人民币不可自由兑换。香港或海外的资金如要回流内地，要通过既定的渠道，并受到内地监管机关的规管，所以指香港成为热钱集中流向内地的地点的说法并不正确。

（资料来源：时娜，6500亿庞大资金盘踞香港 热钱找寻机会伺机进入内地[N]。上海证券报，2010－11－26。）

当然，香港地区也有不少政府官员和学者针对“为进入内地热钱大量囤积香港，香港已成为国际热钱进入中国境内的最佳跳板”持反对意见。他们认为，流入、流出香港的资金都是按照正常的官方途径，数量可以清楚地记录，这些资金完全不会影响内地资金市场。

如新华社香港分社2010年12月7日就曾报道过香港特区行政长官曾荫权对此发表的反对意见。曾荫权2010年12月6日出席“香港经济峰会2011”致辞时说，流入香港的资金，主要涉及股票集资活动。内地来港上市的公司将所募集的资金调回内地作业务用途，也是按照正常的官方途径。有关数量很清楚，何时将资金调回内地，也可清楚预计，完全不会影响内地资金市场。而且，应该鼓励将资金市场由境内离开到境外，再经自然操作重回境内，这是人民币迈向国际化要下的工夫。

他表示，香港的资金要投资内地，内地有关部门也会严格把关。有关人民币贸易结算的兑换，全部与贸易有关，并非作为炒作之用。

“香港发展人民币业务，要为国家的金融开放改革作出贡献，前提是保障国家的金融安全”，他表示，事实上，香港的人民币业务运作一直严谨有序，有目共睹，香港会在这方面继续努力。

此外，根据国家“十二五”规划建议，未来5年将是深化改革开放，加快转变经济发展方式的攻坚时期，重点之一是加快优化经济结构。曾荫权表示，香港作为服务内地的国际金融中心，而且是中国最先进的服务业中心，必须为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己清晰定位，制订策略，充分把握国家快速发展、经济转型及人民币国际化所带来的机遇，积极发挥在金融、服务、旅游、环保等多个产业上的优势，积极协助香港服务业，特别是专业服务，逐步拓展内地市场。

"香港经济峰会2011" 由新城财经台和信报主办，香港交易所协办，云集香港政、经、产、商界的核心决策人物，是香港财经界每年的盛事。①

除了官方，香港业界也有不少人发表声明反驳大量热钱囤积香港，香港已成为国际热钱进入中国境内的最佳跳板的言论。如2010年12月26日《第一财经日报》就曾发表一篇题为"香港业界反驳'热钱论'"的报道。

资料链接

香港业界反驳"热钱论"

香港特区政府的消息人士昨日向《第一财经日报》透露，近期特区政府官员频频出场解释热钱问题，反映香港担心监管层因此问题而放缓人民币国际化步伐。事实上，近期小QFII被推迟，以及港交所迟迟未能推出人民币股票，均与这股热钱论导致的舆论环境不无相关。

"事实上，即使真有热钱来香港又如何？香港什么时候怕过热钱？"上述人士认为，特区政府应该放下包袱。

近期，有关大量热钱涌入香港获取进入A股市场机会的言论在坊间盛传。不过，近日接受本报采访的众多香港业界人士均认为，此论调不符合实际情况。

到底香港有没有热钱？它们真的觊觎内地市场吗？交银国际董事总经理、研究部主管杨青丽昨日对本报表示，"热钱"一词其实尚无具体定义，而外界与其把关注点放在它的数量上，不如把眼光转向其诱因。

一般人所说的热钱通常是短期概念，强调的是半年或是三个月左右的流动性，而且强调其投机性。但杨青丽表示，热钱一词是个模糊的概念，现实中投机与投资也难确切分开。

---

① 资料来源：苏晓，曾荫权：热钱涌港伺机回流内地炒作说法无根据［EB/OL］，2010－12－07。

http：//www. xinhua08. com/news/zgcj/qyjj/201012/t20101207_ 136455. html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“很难说投资股市的、谋取升值差价或是息差的就是热钱，而且可以被定位到。”她说，“核心问题是否存在投机的因素，如果你的经济过热，存在投机的因素，那么可能所有的钱都会来，甚至原来搞实业的也会来。”

对于人民币升值会吸引热钱进入香港，杨青丽认为，这种可能性会有，但有多少是这个时间内突然增加的则很难讲，因为即使从香港老百姓的角度考虑，他们也愿意把钱转成人民币存着。

“（照这么说）每个人都是热钱参与的一分子了？”杨青丽说，“我们要关注的是吸引热钱的诱因，而不是去猜测它的量有多少。”

金管局公布的数据显示，香港人民币存款的数量自 7 月后大幅度增长。有基金界人士表示，大家忽略了，今年 7 月后央行才与香港签署了人民币清算协议，将人民币国际化大大提速。

“年初时人民币同样有升值预期，却没有增长这么快，这足以说明这个问题不是由于升值预期本身引起。”上述业界人士说。

至于说媒体热衷猜测的海外热钱豪赌内地股市，交银国际港股策略师黄文山认为此说法不可靠。“外国投资者要调钱进入内地很困难，而且很慢，另外投资工具也不多。”他说，“与其说是赌 A 股，不如说是等着买港股。”

或许香港要担心的倒是资金是否会流出亚洲市场，因为近期港股成交锐减，而摩根士丹利的一份报告显示，从 11 月开始，流入新兴市场的资金急剧减少，其亚洲和新兴市场首席策略师 Jonathan Garner 表示，未来数月这个趋势将持续。

资料来源：香港业界反驳“热钱论”［N］，《第一财经日报》，2010－12－16。

然而，不管香港地区官员、业内人士如何反对香港是否囤积着大量热钱，但是香港存在大量地下兑换点，为热钱从香港流向内地提供渠道是不争的事实。

补充资料

香港兑换店：热钱来去自如

从深圳这些地下兑换点进入的热钱，一般都是通过专门人员携带大笔外币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金入境后再兑换。而在香港，热钱甚至不需要冒险通关，就能通过一些兑换店，直接进入内地，而且还能提供比银行更优惠的汇率。

香港上环急庇利街两旁约有二十家兑换店，部分店子在门面清楚标示可以提供大额、实时人民币汇款，记者到其中一家兑换店查询，汇款200万港元到内地。

而如果走正规渠道，根据现在的政策规定，香港个人账户每天兑换上限是两万元人民币。换句话说，200万港元换成170万元人民币按每天汇款2万元人民币计算。

需要85天才把整笔款项转到内地。这些兑换店可以说是完全逃脱外汇监管，加上兑换店提供的汇率比银行优惠，又不收手续费，没有金额上限，成了热钱的重要渠道。

通过兑换店，不但热钱进入方便，撤出也容易，有店员就表示，同样有方法把大额人民币汇到香港。

之前香港媒体曾报道，有6500亿港元热钱屯兵香港，伺机进入内地，其中就包括了携90亿美元卷土重来的投机大师索罗斯，通过这些非法渠道，热钱进入不可小看。

（资料来源：香港兑换店：热钱来去自如，新闻中心？直播港澳台，2010-12-30. http：//www. s1979. com/a/news/gangaotai/2010/1230/100808. shtml）

二、台湾地区热钱状况

从20世纪50年代起到亚洲金融危机爆发之前，台湾经济始终保持高速增长，然而进入21世纪以来，其经济发展渐衰，甚至在2001年首次出现负增长，国际竞争力下降，产业空心化，失业率上升，结构转型渐滞缓。国际权威机构公布的2007年世界竞争力排名显示，台湾竞争力从2005年第11位，退至2007年第18位，增长率甚至还低于亚洲“开发中经济体”的平均增长率。

在经济全球化的背景下，台湾如果想摆脱经济衰退，恢复高速发展，必须以内地作为腹地已成为不争的事实，然而实际上台湾经济对祖国大陆的依存度也在日益加深，台湾地区经济和内地经济的联系日益紧密。2010年6月29日海峡两岸签订并于同年9月12日实施的《海峡两岸经济合作框架协议》，更是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了推动两岸经济进一步深化合作、遵守世界贸易的有关规则而做出的一项具有两岸特色的制度安排，是两岸经济进一步加强合作的客观需求和需要。

海峡两岸经济合作框架协议（英文为 Economic Cooperation Framework Agreement，简称 ECFA；台湾方面的繁体版本称为海峡两岸经济合作架构协议），原称为两岸综合性经济合作协定或称两岸综合经济合作协定（英文简称 CECA，即 Comprehensive Economic Cooperation Agreement）。2010 年 1 月 26 日，ECFA 第一次“两会”专家工作商谈在北京举行。2010 年 6 月 29 日，两岸“两会”领导人签订合作协议。2010 年 8 月 17 日，台湾“立法”机构通过《海峡两岸经济合作框架协议》。2010 年 9 月 11 日海峡两岸关系协会和财团法人海峡交流基金会完成换文程序，同意《海峡两岸经济合作框架协议》和《海峡两岸知识产权保护合作协议》并于 2010 年 9 月 12 日实施。《海峡两岸经济合作框架协议》目标为：（1）加强和增进海峡两岸之间的经济、贸易和投资合作。（2）促进海峡两岸货物贸易和服务贸易进一步自由化，逐步建立公平、透明、便利的投资及其保障机制。（3）扩大经济合作领域，建立合作机制。

海峡两岸经济合作的日益紧密，也为国际热钱进入内地之前提供了一个驻足地，再加上新台币具有较强的升值预期，大量热钱进入台湾并伺机一跃到达内地。

资料链接

2011 年年初，台湾“央行”行长彭淮南表示，台湾经济正稳步增长，市场利率缓慢回升，但预计 2011 年物价将加速上涨，所以央行决定上调基准利率：将重贴现率由 1.500% 上调 12.5 个基点，至 1.625%；将担保放款融通利率由 1.875% 上调至 2.000%；将短期融通利率由 3.750% 上调至 3.875%。

此轮加息政策出台之后，吸引了大量的热钱纷纷涌入台湾地区，面对新一波热钱来袭，台湾“央行”总裁彭淮南 2011 年 3 月赴“立法院财政委员会”进行业务报告时指出，“外资热钱已经从台湾市场汇出 1575 亿元”。台湾“央行”计算，去年 8 月起外资借券交付保证金改以美元计价后，已使借券余额 1214 亿元全数汇出，而外资停泊公债的金额也从最高水位的 2535 亿元降至 2174 亿元。现阶段仍停泊在公债的 2100 多亿元，彭淮南强调，将在陆续到期后，了解其投资用途，若无依法申报者须汇出台湾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，外资在台湾的新台币存款金额截至2011年3月14日是2363亿元，对照外资已占台湾股票市值三成且保留3%周转金的合理水平，外资的新台币存款规模应在1500亿元。两相对照之下，外资新台币存款多出863亿元，再加上前述投资公债的2100多亿元，有高达"3000亿元的资金疑似热钱"，彭淮南说，"我们每天都在minitor（监控）它（热钱）"，绝不允许成为炒汇帮凶。

三、澳门地区热钱状况

澳门，作为一个微型的自由港经济体，旅游博彩业在澳门经济构成中有着独特的地位，正如前澳门特区行政长官何厚铧在2001年施政报告中指出："我们不难发现，本澳正逐渐形成以博彩旅游业为龙头、以服务业为主体，其他行业协调发展的产业结构。"早在20世纪80年代，澳门经济保持高速发展，到了90年代中期，由于澳门原有的比较优势正在逐渐削弱，其投资环境亦有所恶化，加上澳门本身整体经济的现代化、国际化水平相对不高，缺乏公平竞争的市场机制，文化教育程度不高，社会观念保守，在澳葡政府和商人之间都存在不同程度的排外心态，经济结构性失衡等致使澳门经济发展大幅放缓，竞争乏力，呈现不景气。亚洲金融危机更使澳门经济雪上加霜。进入新千年，澳门回归祖国之后，在得到内地经济带动下，澳门地区经济又重新焕发青春，保持较高的经济增长速度。其中博彩业更是依托内地庞大市场得到快速的发展，赌场的生意旺盛至少可以说明一点：进赌场的人多了，进赌场的钱多了。钱从哪里来？境外热钱的流入！国际热钱如何进入澳门？博彩中介人在其中起到了非常重要的作用。

博彩中介模式由何鸿燊名下澳博控股的大股东澳娱数十年前开创。经过数十年的发展，VIP博彩中介人行业已成为澳门博彩业举足轻重的力量，他们掌控着绝大部分的豪赌客名单，赌场必须与之合作才能获得豪赌客的光顾；作为代价，中介人则承担起向豪赌客提供筹码或者说放贷的环节，替赌场承担资本风险。VIP博彩收入一般占澳门博彩毛收入约七成，因此VIP博彩中介人公司也从中分得丰富的一杯羹，并得到了快速发展。

2010年10月，一位VIP博彩中介人公司的CEO在其发给《21世纪经济报》记者的电邮中，毫不掩饰其失望情绪，因为他原本任职的VIP博彩中介人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司不得不解散。原因是该公司在 2009 年 11 月时拥有多达 3000 名豪赌客户，这让该公司的美国投资人看到了澳门赌业市场的火暴，遂决定撤资单干①。

中介人借出叠码的做法，推动了所有澳门博彩业齿轮的转动。由于内地 VIP 赌客无法携带大量人民币进入澳门，因此其赌资需要向第三方借入澳门元。另外，赌场亦无从在内地收回 VIP 赌客所欠的赌金，而中介人可为赌场代劳。为提升 VIP 赌厅效率，在中介人本身的资金出借完毕后，赌场往往愿意向其注入少量资金，令其可继续引入新的 VIP 赌客，而这少量的注资理论上在 1 个月内就能周转 8 ～ 12 次，杠杆效率非常高。

中介人行业充裕的资金推动博彩毛收入快速上涨，离不开热钱持续流入澳门的影响。2010 年以来，热钱一直在寻找最佳的投资渠道，他们为此涌向香港的豪宅，香港作为自由港的地位，资金往来非常方便，最适合热钱快进快出；但当香港政府亦对楼价感到忧虑时，本来已经没有太多选择的热钱就选择了进入澳门的 VIP 博彩中介人行业甚至直接进行博彩。澳门博彩业在 2010 年 12 月出现的高潮，便很可能是由打算在年末赚最后一笔、粉饰橱窗的热钱在澳门钱生钱的结果。

根据一名精品投行的调研员透露，新股民往往很希望投资于濠赌股（注：香港市场对澳门博彩类上市公司的简称）。此外，还有大量的境外投资者，索性绕开濠赌股，自 2009 年起便大量直接投资于中介人行业，因为按照不同的分成模式，赌场需要向中介人支付 42% ～ 48% 的博彩收入，利润丰厚。由于上市的中介人寥寥，根本无法统计有多少资金由此流入澳门。

鉴于外汇管制方面，澳门和香港一样没有外汇管制，国际资金可以自由进出入澳门特别行政区，再加澳门独特的经济特点以及博彩中介人等中介作用，使得澳门也成为国际热钱进出内地的又一个良好跳板。

① 参考资料：覃羿彬，豪门欲孽［N］，《21 世纪经济报道》，2011 - 01 - 27。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3 第三章 境外热钱进入中国内地的重要渠道——地下钱庄

作为民间的非法金融机构，地下钱庄的经营管理具有很强的隐蔽性，其存在已严重干扰了我国正常的金融秩序，加剧了我国经济发展的不稳定性。因此，研究地下钱庄对我国经济的影响并提出相关政策建议具有现实意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国社会目前存在的地下钱庄基本上已经偏离了历史上钱庄的良性作用，当前地下钱庄的非法运行对我国经济造成了严重的影响。随着我国市场经济发展不断深入，外汇管制放松，社会对资金的需求刺激了民间资本的流动，加之国家有关金融政策的限制，多元化的民间资金需求通过正常渠道得不到满足，使得地下钱庄应运而生。本章所描述的地下钱庄即现代型地下钱庄，主要是指非法从事汇兑等金融业务的各类机构。这些机构游离于金融监管体系之外，以盈利为目的，利用或部分利用金融机构的资金结算网络，从事非法买卖外汇、洗钱和跨国（境）资金转移等非法金融业务的地下活动组织。这类组织不一定是非法组织，但其经营的金融业务是非法的。目前我国大量的非法买卖外汇资金业务，就是利用地下钱庄进行流转，借以逃避国家外汇管制，并通过地下钱庄，运用境外串通交割的方式进行非法资本转移。地下钱庄已成为洗钱活动的重要工具，我国有相当一部分外流资金是通过地下钱庄转移至国（境）外的。

第一节　地下钱庄的前世今生

一、传统型钱庄

传统钱庄起源于明代，由钱铺发展而起，是明清时代实行货币制度的产物。刚兴起时期，许多钱庄并非单纯做银钱兑换，往往兼营其他行业。明末，钱庄已成为一种独立经营的金融组织，不仅经营兑换，还办放款，供给签发帖子取款的便利，原来在两地联号汇兑的会票，也成为钱庄发行有钞票性质的信用流通工具。此外，若干小规模的兑钱铺、钱米铺等，在农村相当活跃。随着钱庄的发展、家数增多，到清朝各地先后出现了钱庄的行会组织。

嘉道年间，清朝内忧外患接踵而至，财政困难，市面不景气。有些钱庄投机倒把，多有倒闭。咸丰年间，京沪等地钱庄出现倒闭风潮，如咸丰三年二月十五日这天，北京就因挤兑风潮，倒闭钱庄二百多家。清末及民初，在洋行和外国银行扶植下又兴盛起来，趋向买办化，成为外商银行势力进入内地的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工具。

19世纪20年代，在沿海地区，特别在五口通商地，钱庄、外国银行、本国银行一度成三足鼎立之势：随着钱庄地位渐次被银行所取代。1933年实行废两改元后，钱庄在银两、银元和兑换业务上的好处所剩无几；加上金融垄断资本挤压，钱庄更形困难，到抗战时期已经奄奄一息。1945年抗战胜利后，钱庄业又重燃起发展希望。

1947年10月16日，上海、南京两地钱庄业发起在南京介寿堂举行“民国钱商业同业公会联合会”成立大会，但不久，随着内战的爆发，钱庄每况愈下，除在中小城市和农村还有信用活动外，在大城市仅能苟延残喘。上海解放后，钱庄业于1952年底并入公私合营银行。

传统钱庄主要分布在上海、南京、杭州、宁波、福州等地，北京、天津、沈阳、济南、广州等地的则称为银号，性质与钱庄相同。另一些地方，如汉口、重庆、成都、徐州等，则钱庄与银行并称。早期的钱庄，大多为独资或合伙组织。规模较大的钱庄，除办理存款，贷款业务外，还可发庄票，银钱票，凭票兑换货币。而小钱庄，则仅仅从事兑换业务，俗称“钱店”。

二、现代型钱庄——地下钱庄

（一）概况

与传统型钱庄不同，现代的地下钱庄游离于金融监管体系之外，利用或部分利用金融机构的资金结算网络，从事非法买卖外汇、跨国（境）资金转移或资金诸存借贷等非法金融业务的一种特殊的非法金融机构。

地下钱庄多出现在外向型经济较发达的沿海地区，而且由于不同的地理环境和市场需求，地下钱庄在各地的“经营”形态也不同，主要有三种：①以非法买卖外汇为主要业务的地下钱庄。这类钱庄主要分布在广东、福建、山东等沿海地区，在广东、福建以非法买卖港元为主，在山东等地以非法买卖韩元和美元为主。②以非法吸存、非法放贷为主要业务的地下钱庄。这类钱庄在全国大多数省份均有，尤以浙江、江苏、福建、云南等省表现突出，在各地分别以标会、台会、互助会等形式出现。③以非法典押、非法高利贷为主要业务的地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下钱庄。这类钱庄分布在湖南、江西等内地一些省份，包括一些已被国家清理整顿的典当行也转为地下继续经营。不少地方的此类钱庄有黑恶势力渗透。

本书所涉及的地下钱庄主要是指以非法买卖外汇为主要业务的地下钱庄。改革开放（特别是2001年我国加入WTO）以来，我国外贸进出口量每年高速增长，因而存在大量的外向型企业需要外汇来满足日常经营的需求。但由于国家实行外汇管制，通过正常渠道得到的外汇数额有限。而且，按正常做法外汇从申请到真正能够使用，需要经过几个月甚至更长的时间和繁琐的手续。地下钱庄的非法交易手续简单，费用低廉，通常只收取1%～2%的佣金，对有关企业极具诱惑力。

（二）地下钱庄的外衣

目前在我国以非法买卖外汇为主要业务的地下钱庄，其基本组织形式主要可分三种类型：家族式、公司型、集团型。其中，家族式的以个体户为多，经营点大都设在家中或商业区，家庭成员全职或兼职从事非法汇兑活动，有的负责联络客户，有的负责运输货币，有的负责记账，在境外的合作伙伴也多是该家族的亲属，在外形上，多以个体商店作为掩护。从规模上来讲，这种类型的地下钱庄规模最小。比家族式规模更大的是公司型地下钱庄，一般租房办公，靠一部电话、一部传真机、在电脑上通过网上银行转款从事交易，比家族型规模大，经营方式更进一步，层次较高。在外观上，这种类型的地下钱庄多以酒店、五金公司、制造加工厂等名义为掩护。集团型的，则以一两个资金雄厚、“信誉好”的地下钱庄为主体，拖带若干个小型的地下钱庄作为卫星钱庄，形成集团化经营，这是目前地下钱庄经营的较为高级的形式。

第二节　地下钱庄操作手段

改革开放以后，大批港资企业尤其是劳动密集型企业转移到珠江三角洲。在中外合资、中外合作以及三来一补的形式下的这些外向型企业虽然法规规定有一方是境内的企业，但由于珠江三角洲跟香港的地理毗邻关系以及人缘亲近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关系，很多外向型企业的中外双方实际上都是同一个老板关系。以三来一补企业为例，按有关规定，中方是按外方的来料、来样进行加工收取加工费的，企业的管理成本一概由中方来承担，外方只按加工合同中的加工费支付就可以了。也就是说，外方只要把加工合同中的工缴费从境外汇入外汇就可以了，但正因为很多三来一补企业的中方即加工方实际上也是外方的，加工方企业的一切管理成本费用也需要外方在境外的收入来承担，因此外方怎么把工缴费以外的外汇汇入国内就成为了重要的问题。由于改革开放初期，外汇的牌价与市场价格相差很大，外方也不愿意把外汇从银行渠道汇进国内。以此同时，走私贩私盛行，走私贩私分子很难从银行换取巨大的外汇，只能在黑市上高价换取。在这种背景下，新中国的地下钱庄就从改革开放前沿阵地的珠江三角洲出现了。从地下钱庄的发展历程看，长期以来，中国的地下钱庄跟外经贸业务是密切相关的，不少地下钱庄是由外经贸公司经营的。但是，经过 30 年的发展，地下钱庄初期的功能已经发生了巨大的变化，从为外向型企业和走私贩私分子换汇到为境外资金甚至国际游资和黑钱出入境提供流通中介服务。

这种地下钱庄交易方式的买卖双方主要是靠信用，客户按照谈好的手续费在境外支付外币，地下钱庄就将人民币打入其在境内的指定账户。而地下钱庄的实力大小决定了资金周转速度。在我们对地下钱庄的个案跟踪中，我们发现更多的情况是，地下钱庄的客户有些是要把钱转进来的，有些却是要把钱转出去的，这种情况下刚好就可以对冲。地下钱庄将境外热钱合法化的途径共有近百种，具体可以归纳为如下一些渠道。

一、贸易途径

2008 年 7 月 2 日，国家外汇管理局、商务部、海关总署联合颁布实施《出口收结汇联网核查办法》，目的在于加强对贸易的管理。办法明确，相关监管部门将核对企业出口收结汇情况与其海关货物出口情况，以缓解无真实贸易背景的热钱借用贸易渠道流入以及将来可能存在的集中流出的风险。

三部门联合出台新政足显国家综合治理热钱问题的决心，也将在一定程度上抑制热钱借贸易入境的势头。然而，贸易存在的监管盲点却非“办法”所能概全。单从海关角度来说，海关确实有价格核查系统，通常一单进出口物品价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格比指导价上下浮动超过5%，海关就要进行进一步的审查。但遗憾的是，并非所有进出口物品都有指导价，而且这些缺乏指导价格的产品还不在少数。因此贸易渠道目前仍是热钱进入中国境内的最主要的方式，地下钱庄也为境外热钱通过高报出口价格、低报进口价格、假出口贸易、提前预收出口货款、延迟支付进口货款、转移定价、循环进出口、转口贸易外汇收支等贸易途径进出我国内地提供了方便。

1. 虚报进出口商品价格

进出口外经贸公司可以通过"高报出口商品价格，低报进口商品价格"这种定价的方式增加出口外汇收入、减少进口外汇支出，以便于可以在进出口贸易中，把境外热钱大批量引进境内。由于我国进出口贸易量比较大、进出口企业繁多，而且高报出口价格和低报进口价格的方式比较方便，也不容易被监督部门发现。即使被发现也不对企业构成重大法律责任，以此种方法来转移境内外资金的方式已经成为地下钱庄最主要的经营管理方式。

高报出口价格，如一条裤子，真实成交价格5美元，你可以上报说是10美元，5～10美元都很正常，海关没有规定超过5美元的裤子就不准出口，任何产品都如此。如果量做得大的话，一件加一二十美分或者十几二十美元很简单。事实上，无论进出口价格，还是贸易信贷，都存在"合理"的利用空间，监管层也只能以"没法管"一言以蔽之。

广东一制鞋企业的外贸业务负责人曾对《上海证券报》记者披露过，基本上进出口企业的报关价格与实际价格都不同，尤其在外资企业里早已成为一种惯例，一些大企业、跨国企业也都如此，这是对外贸易业内公开的秘密。一相关政府部门的人士也曾说过，他所了解的外资企业均对这种方式不以为然，对他们来说，这是经常使用的资金进入渠道。之所以能成为"惯例"，最主要的原因在于操作容易。

另外，这些问题往往出现在关联公司之间，比如一企业母公司在香港，内地工厂是子公司，且这个工厂有出口权，那资金就很容易通过贸易途径进来。从企业规模上来说，存在这些问题的大多为中小型的民营企业，在珠江三角洲一带，香港、台湾的这类企业很多，我们不能小看这些企业，这个几十万元，那个几百万元，珠江三角洲中小企业很多，只要有1/10的企业这么做，都会有很大量的钱进来。就像股市里的散户，虽然个人资金不多，但散户数量庞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大，累积的资金不是小数目。这些问题还不仅局限于关联公司之间，如果外方长期包了这间厂，即使两者之间不是关联公司，也很容易达成合作的协议。这样一来，钱进来就有了贸易背景，就算政府知道了也监管不了。

2. 签订虚假贸易合同

编制无贸易背景的假合同，让境外公司以“预付货款”的名义将外汇汇入国内，结汇成人民币后投资其他领域。在我们跟踪调查的一个案例中，发现有如下特别新颖的手法：“一个地下钱庄以境外的公司跟国内的关联外贸公司签订了一个贸易合同，合同中约定外方为了支持中方的工作，解决中方资金紧张的局面，外方同意提前支付部分货款以便中方能及时组织货源出口交易，就在预支货款入境后的三个月交货期到达之时，中方以货物生产出现某些特殊原因为由，要求外方同意予以延迟交货三个月，双方经过多次协商后，外方表示予以谅解并同意中方的要求，到预支货款入境后的六个月交货期到达之时，中方又以原材料价格上升为由，要求外方相应提高出口产品价格，为此，中外双方不断协商了两个月，最后双方同意以中方赔偿外方预付款的10%为代价终止该项贸易合同。”从这个案例中，我们发现，地下钱庄非常熟悉国际贸易惯例和法规，从中外双方的就贸易事项磋商的众多来往信件中，使人确信这是一宗出现意外的可以理解的贸易，而且好像也发生了比较严重的贸易纠纷。而实际上，地下钱庄通过这个方法，就能轻而易举地把境外资金引进到国内合法地溜达了近八个月。

3. 预收或延迟账款

即在出口贸易中，由地下钱庄提前以外方的名义向中方支付货款，外方的真正货款却在境外以贸易合同约定的时间支付给地下钱庄的指定账户。进口贸易中，由地下钱庄按贸易合同的付款期以中方的名义在境外给外方付款，中方延迟一段时间后才支付外汇给外方，再由外方把货款归还给地下钱庄。也就是说地下钱庄以预收或延迟货款的方式，把进出口贸易中的货款尽量地长时间留在国内，以便引进相应的境外热钱。

经典案例：一家境外公司与境内关联外贸公司签订一项外贸合同，约定外方提前3个月付款。3个月之后，中方以货物生产出现某些特殊原因为由，要求外方谅解并同意延迟3个月交货。再过3个月之后，中方又以原材料上涨为由，要求外方提高购买价格。在中外双方协商2个月后，双方同意以中方支付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外方预付款10%为代价中止贸易合同。在这一纠纷中，两家公司利用国际贸易惯例，合伙将境外资金引入境内并成功滞留8个月，最终还将10%的投资收益免税汇出境外。

4. 转移定价

转移定价（高德成2006）是指在一个组织内两个或更多的单位之间调整产品或服务价格的行为。该组织可以是企业、非营利机构或企业集团。转移定价的单位可以是企业或非营利机构的部门或分支机构，也可以是企业集团内的各成员企业。转移定价主要以避税和避险为主要目的，但很多跨国公司却利用转移定价将资金转移到中国境内，转换成人民币，以获取人民币升值的好处。其对象包括固定资产、零部件、原材料、半成品、成品等有形商品，以及贷款、专利、商标、技术、管理、咨询等无形商品。虽然针对转移定价，监管当局采取了很多方式来予以矫正，但往往由于信息不对称，也只能在一定程度上解决问题。

5. 循环进出口

即把出口到港澳地区的货物以半成品的名义进口后再出口，以不断地循环进出口的方式来引进境外热钱。这种操作方式比较隐蔽，也不容易查出，往往与骗取出口退税一起进行。

其中，“高报出口商品价格，低报进口商品价格”这种转移境内外资金的方式已经成为地下钱庄最主要的经营管理方式。具体方法是进出口外经贸公司可以通过转移定价的方式增加出口外汇收入、减少进口外汇支出，以便于在进出口贸易中，把境外热钱大批量引进境内。另外，提前预收出口货款的具体做法是，在出口贸易中，由地下钱庄提前以外方的名义向中方支付货款，外方的真正货款却在境外以贸易合同约定的时间支付给地下钱庄的指定账户。由于预收货款、延迟付汇兼具经常项目和资本项目双重特征，热钱就可利用经常项目与资本项目间存在的管理空白，达到逃避监管的目的。延迟支付进口货款的具体做法是，在进口贸易中，由地下钱庄按贸易合同的付款期以中方的名义在境外给外方付款，中方延迟一段时间后才支付外汇给外方，再由外方把货款归还给地下钱庄。也就是说地下钱庄以预收或延迟货款的方式，把进出口贸易中的货款尽量地长时间留在国内，以便引进相应的境外热钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 特殊贸易

按照常理，一笔贸易往往是在双方力争自己均能获益的基础上才能成立的，如果任何一方在交易确定之前，能够估算出自己从该笔交易中不会获利，那么作为一个理性的经济人他都会取消此次贸易。但是，也有特殊情况存在，那就是为了转移自己的资金而进行的贸易。今年来，由于人民币升值预期较强、国内投资环境良好等国外大量资金想进入我们境内分一杯羹，但是由于我国的一个实施外汇管制的国家，境外资金进来并非一件简单的事，因此就出现一些特殊贸易。

案例纪实：一年前，在深圳外贸行业从事电子产品出口的廉先生改行做起进口红酒代理商。他所代理的葡萄酒是一家德国公司出品的，该公司在世界多个国家有葡萄酒庄园。通过在上海的贸易公司，德国葡萄酒公司在中国销售大概 20 多款进口葡萄酒。随着对红酒行业的了解，廉先生发现，他所经销的进口红酒在国内的价格和在产地国销售的价格相差无几。

“我开始非常好奇，最后和国外公司接触多了，才知道，他们是打着人民币升值的如意算盘。大家都在探讨热钱是怎么流入中国的，原来这也是一种方式。”廉先生对记者说道。他称，目前国内消费市场庞大，一些高收入者对国外商品的需求增加，外商对此颇为关注。这些外商开始热衷向中国销售国际知名商品，但更重要的是，通过进口贸易，可将资金合法地转移到中国，赚取人民币升值的收益。

廉先生称，这家葡萄酒公司目前只有几款酒能赚钱，其他的基本在成本附近销售，有的甚至不计成本。估计将国外资金转移到国内是他们最看重的。外商将这些葡萄酒的销售收入以人民币形式留在国内，近一年来人民币升值超过了 4%，这些资金仅依靠升值也能带来不少的收益。①

二、外商投资途径

境外热钱通过地下钱庄假借外商投资途径进出我国内地的方式日益多样化。主要形式包括：外商投资企业转移定价、外商投资企业虚报盈利、外商直

① 资料来源：朱丽华，热钱“借道”进口贸易杀入中国 [N]，《深圳商报》，2011 - 04 - 03。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接投资、外方向外资企业垫付、短期外债、外商投资企业扩资增资、外方向外资企业的融资或贷款在境外提供担保、外商投资企业提前注资、外商投资企业补缴出资等。在这些投资途径中，境外热钱进出十分隐蔽。举例来说，外商投资企业通过“低报盈利甚至虚报亏本”，把应汇出境的利润部分的资金留在国内，从而达到转移热钱入境的目的。或者，我国在境外投资的企业通过“高报盈利”，把境外热钱以利润资金汇回方式转入境内。由于我国的企业会计制度相当不完善，为地下钱庄将资金的汇入汇出提供了方便，这种经营方式在地下钱庄的日常经营过程中也已经相当普遍。

有不少机构投资者认为，境外热钱入境的方式多种多样，操作最多的还是以 FDI 的方式。很多香港公司本来就在内地有投资项目，或者持有内地房地产公司的股权，那么就会直接收购这些公司的股权，只要不是上市公司，股权变更其实很容易也很隐蔽。招牌一样，谁知道这家公司背后是谁呢，大规模的机构热钱不太可能通过地下钱庄的方式进入，这种方式的安全系数太低；虚假贸易的方式面临更严厉的监管，被截留下来的热钱要面临高昂的所得税课税，这也将大幅度提高热钱的进入成本。最常用的三种方式中，FDI 的空子最好钻。广东社科院教授黎友焕博士跟踪研究时也发现，通过 FDI 这个与地方政府共赢的方式携带资本入境显然安全得多，热钱通过 FDI 进入是最安全的，其次才是虚假贸易。

那么，热钱又如何通过 FDI 进入我国境内的呢?

1. 外商投资企业与境外投资企业虚报盈利状况

即外商投资企业通过“低报盈利甚至虚报亏本”，把应汇出境的利润部分的资金留在国内，从而达到转移热钱入境的目的。另外，我国在境外投资的企业通过“高报盈利”，把境外热钱以利润资金汇回方式转入境内。由于我国的企业会计制度相当不完善，这种经营方式在地下钱庄的日常经营过程中也相当普遍。

2. 外商直接投资

外商直接投资包括设立外商投资企业、参股境内企业和购买企业债券等。由于很多高成长行业对外商直接投资的门槛不高，境外热钱完全可以通过外商直接投资的方式引进到内地，又可以冠冕堂皇地以投资回报和结束投资项目的名义随时把投资资金撤出内地。例如，热钱可以投资房地产开发或以购买物业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资其他领域等为经营范围进行合法的注册，待热钱进来后或等到热钱获利后又可以通过各种办法投机其他领域。

3. 外商投资企业的虚假出资

即外商投资企业通过扩大、增大比实际投资量的利用外资批准额度来达到引进境外热钱的目的。这种方式由于具有迎合地方政府追求数字政治业绩的偏好、有关部门监管不严等特点也不断成为地下钱庄一种安全的经营方式。在我们的调查视野中还发现：过去由于外汇牌价和黑市交易价相差比较大，长期以来很多外商投资企业大都没有从正规的外商投资渠道出足投资额，现在很多境外热钱就以“按投资协议”重新补缴出资额的方式转到内地。

为了缓解内地部分地区的资金紧张，2009 年 3 月国家将境外企业对境内企业的并购审批权下放至地方商务局。但商务局对外商投资项目的审批，主要还是案头文件审查，企业只要给出一个很好的理由，还是可以蒙混过关的。

通过 FDI 这一有地方政府保障携带资本入境的方式很简单，过程也并不复杂。首先在开发区找到一家外资公司，或者找一家合资公司，如果有一个项目本来需要 2 亿元的资金，“但是我们与政府沟通好后上报该项目需要资金 4 亿元，剩下 2 亿元的缺口可以光明正大地入境后再分流出来，需要做的就是把报表拼凑好就可以了，一点痕迹也没有”。

这样做的好处是以后有资金入境可以不断追加项目，不用再去注册新的公司。况且注册资本基本不会一步到位，急需用钱的时候可以继续抽离注册资本，不用的时候又可以将注册资本补齐。

三、金融机构业务转移途径

金融机构业务转移是通过同一个外资金融机构的境内外不同的分支机构来转移资金。这些金融机构使用各种转移资金的形式通过地下钱庄达到将境外热钱引进引出的目的。主要形式有：业务项目内转移资金、境外借款境内还、境内投保境外获取收益、境外消费境内扣、外资银行从境外调入资金、外资银行借入外债、外资银行向境内企业或个人发放贷款、中资银行从境外调回资金等。其中，业务项目内转移资金是指地下钱庄利用银行和非银行金融机构资金运作的中介和枢纽作用，通过其支付结算系统短期内转移巨额资金的手段；境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外借款境内还是指国内金融机构和企业在境外借款后在境内还款，把本应该汇到境外还款的钱利用地下钱庄留在国内。

四、资本项目下其他渠道

资本项目的借贷资本、以外汇抵押人民币贷款方式套取人民币资金、人民币掉期业务、货币互换等方式是地下钱庄将境外热钱留在境内的主要渠道。比如，货币互换是指交易双方在一定期限内将一定数量的货币与另一种一定数量的货币进行交换。而当国内某企业需要将人民币兑换成外币汇出国时，可在国内支付人民币给地下钱庄，而地下钱庄则在国外支付外币给该企业的交易对象，从而完成交易。

2011 年年初根据“广东省境外资金在我国大陆异常流动研究”课题组调查发现，境外热钱流入的我国境内的手法又有了新的花样——境外现金抵押担保借贷。假设一笔热钱想进入境内，该投机者首先找到一家我国企业的境外分支机构将该笔钱抵押在该分支机构，然后从该分支机构的境内母公司以抵押的这笔钱为担保借出相应人民币，期满之后，该投机者可以将原借出的本金及投机收益还给该境内母公司，母公司再通知其境外分支机构扣除相应的利息及佣金之后，将该投机者抵押的本金及收益还给他。相比虚假贸易、出入境夹带等方式，该方式更加隐蔽。

五、出入境私带途径

地下钱庄引入境外热钱的方式不仅包括表面比较正规、不易察觉的贸易、投资渠道，而且包括出入境私带外币现钞的途径。主要方式有，出入境双牌车私带现金、渔船夹带、货运船夹带、个人出入境夹带等。

1. 出入境双牌车私带现金

这种做法主要集中在珠江三角洲地区的三来一补企业。长期以来，企业以员工工资、企业日常管理费用等名义，通过企业的出入境双牌货车或私家车私带资金进出粤港澳三地相当普遍，也形成了能被监管部门理解的“惯例”，但这种过去只是私带少量企业自己日常管理资金的方式已经发展为替地下钱庄转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

移资金的重要方式。

2. 渔民渔船私带现金

按照国际上各国、各地区允许渔民捕捞产品可以根据实际情况就近上岸上市的通行做法，我国沿海地区的渔民经常把捕捞产品在港澳地区上市后，把劳动所得自带回来。由于现在渔船来回港澳地区比较方便，也非常快速，不少地下钱庄也就以渔民作业收入为名，用渔船为其运输现金。

3. 个人出入境夹带现金

为了获取高额利润，个人往往利用边境口岸人员来往频繁，检查措施不严格的漏洞，携带外币现钞入境。个人在银行开立外币现钞存款账户时，只需提供身份证和资金来源证明，在实际操作中，资金来源证明一般均为亲友或朋友赠款，银行很难核查其真实性。

六、经常账户下非商品贸易款途径

1. 服务贸易

服务贸易显然更容易隐藏资金流入，因为服务产品是无形的。具体体现在金融保险、运输、建筑、旅游、咨询、广告、法律服务、通信、会展等项目的服务贸易收汇。如以支付（或收取）佣金或国外旅游费用的名义，以支付（或收取）投标保证金、海运、航运部门的国际联运费、国际邮政、电信业务费等名义向银行购汇（售汇）或从其外汇账户中支出或收取外汇。既包括企业行为，也包括个人行为。

2. 国外汇款

国外汇款通过银行把资金从境外转到境内。一般这种汇款保密性较强，数额也不大，但监管的成本高，导致监管松懈，热钱有可能借此道流入。

3. 单方面转移收支

单方面转移收支（Balance of Unilateral Transfers）原意是指国家之间单方面的，无需偿还的外汇收支，包括私人单方面转移收支和政府单方面转移收支两部分。其中私人单方面转移收支包括侨汇、年金、个人赠予等。单方面转移收支中私人转移也是引进热钱的一个重要渠道，最重要的表现形式是平行贷款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了规避国内的资本管制，侨汇往往采取“平行贷款”方式，具体做法是在不同国家的两家母公司在各自国内向对方公司在本国境内的子公司提供金额相等的本币贷款，在指定到期日各自归还所借金额。我国现行外汇管理政策禁止银行从事平行贷款业务。事实上，许多海外人士投资 A 股和境内房地产市场，就是通过这种方式完成资金转移。

七、境外企业转移资金途径

境外企业转移资金是地下钱庄引入境外热钱的另一条主要渠道。主要形式有：在关联企业中转移定价、为境内企业垫付、为境内企业的融资和贷款提供境外担保、高报境外盈利等。其中，为境内企业垫付是指跨国公司境外关联企业通过地下钱庄以垫付形式为境内企业垫付培训费、研发费、代摊费用；推迟或暂时不向母公司汇回投资利润等。

大量的国际、国内资金涌进了地下钱庄，对我国的经济造成了很大的冲击，也使得经济决策的制定受到了影响。

第三节　热钱借道地下钱庄相关案例

为使读者更加简单易懂地理解地下钱庄，笔者在此特意编写该节。从收集的大量地下钱庄案例中笔者筛选以下几个较具典型性供读者赏阅。

一、央视经济半小时记者暗访地下钱庄

海丰县是位于广东汕尾的一个普通小镇，2010 年央视经济半小时记者来到了这个小镇。在镇上该记者发现，这里有不少人正在暗地从事违法交易。该记者发现当他在海丰的老街一带行走，有的摊位前总会有一些人，每天都会守在相对固定的地方，一有路人靠近，他们就会凑上前来搭讪，他们并不是在兜售店铺面里的商品，而是在招揽货币兑换的生意。其中一个人看到他停下后，立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即拿出携带的人民币和港元现钞，示意他到一个角落里详谈。

以下是记者和该地下钱庄人员的对话实录：

“你才有这么一点。”

“有很多，你要多少就给你换多少。”

“什么价钱？”

“100 元面值的低一点，1000 元的高一点。”

“为什么。”

“因为散票不容易带过关。”

“1 千的 865，100 的 85。”

为了免除记者关于换到假币的担心，对方还特别地建议，可以在兑换后立即陪同记者到银行存钱或将钱打入记者指定的内地账户。而当记者提出，如果价钱合适，就立即兑换 100 万港元的时候，对方完全不认为这是一个较大的数目，表示可以立即实现兑换。

“100 万，88。”

“那么大的数额，上百万。”

“上百万也可以。”

“数钱。”

“500 万也可以买，等于说，我把 100 万港元给你，你换 88 万人民币给我。”

“美元呢？换美元的多还是港元多？”

“我们海丰是港元多，别的地方美元多，过香港的客人多。”

就在记者和对方交谈的过程中，时不时会有人主动找上来兑换港元或人民币，数量从几千元到上万元不等，看得出来，这些人是经常来私下兑换的熟客。记者在远处观察发现，两个小时左右的时间内，同一个非法兑换点已有三拨人前来换钱，显然是行内熟知的一个兑换点。而这样的兑换点远不止这一两家。记者沿街走了一会，不时能碰到招揽这种生意的人。

“现在你要换多少？”

“上百万。”

“换得了。”

“上百万也可以。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些看似不起眼的水果摊、百货店，其实就是地下钱庄的兑换窗口，他们的背后，就是成万上亿元的资金暗流。根据国家外汇管理局的规定，个人年度购汇额度为5万美元。但是，由于大量资金跨境流动及投机需要，这些资金根本不可能通过正规渠道流动，因此，地下钱庄提供货币兑换的业务在沿海商贸发达地区尤其普遍和严重。为了了解这些资金通过地下钱庄出入境究竟泛滥到什么程度，记者又来到了和香港毗邻的广东深圳，在深圳出入香港的重要关口罗湖口岸附近，这些从事各种经营活动的小店，几乎都能随时满足路人的换汇需求，当记者随机询问一家手机店在哪里可以换港元的时候，这位店员主动表示，他这里就可以换。

"只赚你几毛钱。"

记者随后来到另一家百货店，记者提出，要帮助目前在香港的朋友转15万元港元进来，并直接兑换成人民币，这位店主告诉了记者这样一个方法：他交给记者一个在香港开设的账户让记者告诉香港的朋友先把港元打入这个账户。

"把钱打进这个账户，然后钱到账，我就能换给你，在这里我就能查到。"

店主告诉记者，他可以和记者一起在店内的电脑里查询，钱一到账后，他就能把相应的人民币打入记者指定的内地账户，而整个过程一般不会超过30分钟的时间。

而令记者吃惊的是，记者随机问到的几家店主，对于兑换上百万港元的要求，他们在打一个电话确认后，都向记者表示没有问题。除了罗湖口岸，记者在深圳宝安区西乡镇佳华商场附近，也发现了这样的私人兑换点。他们一听到记者的兑换要求，立即出示了随身携带的数万元人民币以及港元，并开始进行娴熟地计算。这里显然也是一个业内熟知的地下钱庄窗口。尽管记者无法得知这些非法出入境的资金究竟有多大的量，但是，可以从这些冰山的一角看到，在监管体系之外，来源复杂的巨量资金暗流涌动，来去自由。

此案例是央视经济半小时记者在广东海丰县实地暗访中发现的真实案例，另外根据广东省社会科学院"境外热钱异常流动"课题组组长黎友焕博士的研究发现，在广东汕尾、深圳等市像这种以水果小摊、小饭店等门面的地下钱庄大量存在。他们往往在一个不起眼的外衣下每天运作着大量的资金，这样的小摊小贩不容小觑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、黄光裕赌钱资金链揭秘 澳门10亿元赌债如何划转

（一）案件发生背景

案件主人公黄光裕，男，1969年5月出生于广东汕头，1987年元月1日创立国美电器，2004年带领国美电器在香港成功上市，同年问鼎中国首富。随后几年，黄光裕更是如鱼得水，个人财富2004年还仅为105亿元，到2008年就增值到430亿元，并第三次问鼎中国首富。然而就在这春风得意之际，中国证监会开始密切监视他，发现三联商社股票异常交易、中关村股票异常交易等案件中均由其导演。2008年11月下旬，黄光裕被北京市公安局带走调查。2010年5月18日，北京市第二中级人民法院作出一审判决，以非法经营罪，内幕交易、泄露内幕信息罪和单位行贿罪判处黄光裕有期徒刑14年，罚金6亿元，没收财产2亿元。北京市高级人民法院8月30日对黄光裕非法经营罪、内幕交易罪和单位行贿罪案终审宣判，维持一审判决，黄光裕获有期徒刑14年。这个曾经风光一时的人物，最终只能锒铛入狱。下文主要介绍其如何通过地下钱庄从内地汇款到澳门还赌债的案件。

（二）通过地下钱庄还赌债案件浮出水面①

（2010年）4月14日上午，检方和辩护方的示证主要集中在黄光裕在澳门豪赌百家乐，及通过地下钱庄洗钱到香港还赌债的过程。

据检方提供的国美电器执行董事伍建华和澳门“公海赌王”连超证词得知，2003—2008年11月被收押前，黄光裕在澳门赌场内累计输掉不止10亿港元。

黄光裕的人生变轨与香港立法会议员詹培忠有很大的关系，詹号称“香港壳王”，他不但喜欢在资本市场兴风作浪，还热衷于到澳门豪赌。2001年，黄光裕与詹培忠认识，詹于2003年将其介绍给连超。由此，黄光裕开始逐步陷入澳门赌场的泥潭之中。

① 资料来源：黄光裕赌钱资金链揭秘澳门10亿元赌债如何划转，证券市场导刊，2010-04-19。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伍建华称，黄光裕从2003年开始就参与赌博，地点主要在连超赌场的贵宾厅，方式主要是百家乐。

2004年，国美电器借壳上市后，黄光裕将上市公司的日常管理事务交由杜鹃打理，而自己则热衷于国美电器中国内地业务的拓展，以及在香港炒作期货和在澳门赌博等活动。

2007年，伍建华接替杜鹃负责国美电器在香港的业务，并直接听命于杜鹃。另外，伍建华还接受黄光裕指令，帮助他在香港、澳门两地炒期货和赌博。

伍建华建议黄光裕使用他的名字在赌场开户。据检方在示证阶段出示的材料显示，连超赌场里的人都知道伍建华代表黄光裕。

伍建华称，按照澳门赌场的规矩，无论在哪个赌场，像黄光裕这样身份的人都可以不带现金。由于黄光裕长期在连超的赌场赌博，连超给黄光裕的最高信用额度达到2.18亿港元。

黄光裕与赌场之间的结算流程为：黄光裕在赌场将其额度用完以后，由伍建华出面，以伍建华的名义写下欠条，名义上是伍建华欠赌场的。

2009年2月19日，连超向警方提供证言称，黄光裕是经詹培忠介绍给连超认识的，代理人是伍建华和俞国良，刚开始时给黄光裕的信用额度是6000万港元，到2007年下半年，提升至3亿～4亿港元。

连超称，黄光裕赌博从来不带现金，都是打欠条，写的都是伍建华和俞国良的名字。因为黄光裕是大客户，连超对他在赌场的代理人伍建华很重视。如果黄光裕在香港没有钱还给他，连超就让黄光裕通过地下钱庄从内地汇钱还赌债，再通过伍建华还给赌场。

1. 复杂的洗钱王国

连超为了收回黄光裕的赌债，介绍伍建华与其弟弟连卓锋认识，连卓锋又介绍伍建华与深圳钟氏兄弟认识，从而构建起一条在内地与香港之间畅通无阻的地下洗钱路径。

黄光裕、伍建华、连卓锋及其手下陈小姐、钟美华、钟美才和郑晓微等人构成整个地下洗钱链条的关键环节。

据伍建华称，黄光裕还连超的赌债的资金来源有以下几种方式：①由伍建华从香港国美电器减持的钱当中拿部分偿还，方式是伍建华从香港银行开银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本票给赌场；②大部分情况下，偿还赌债的资金由黄光裕从内地调拨人民币，通过地下钱庄偿还给赌场。

按照澳门赌场的规矩，如果黄光裕输了钱，赌场会豁免其两个月时间，过了这个时间，赌场方面就会派人催促伍建华，由伍建华再催黄光裕。赌场会告诉伍建华一个账号，伍建华再把账号告诉黄光裕，黄光裕将钱汇过去。

一般情况下，伍建华通过给黄光裕在内地的手机发短信，或给他发传真的方式告知需要偿还赌债事宜，收到伍建华短信后，黄光裕从内地将钱汇入深圳郑晓微等人的地下钱庄，再由郑晓微通过自己的管道汇入连超赌场的账户。

伍建华称，黄光裕通过地下钱庄还赌债，通常一次是1亿元，也有5000万元的时候，如2007年9月20日分两笔各汇了5000万元。黄光裕并不认识郑晓微。

伍建华称，其让黄光裕汇款的地下钱庄账号不记得了，没有做记录。这些地下钱庄的老板是谁他也不知道。

另据伍建华称，黄光裕将钱打入地下钱庄以后，地下钱庄会告诉澳门赌场，黄光裕还了多少钱，至于地下钱庄如何将钱打入澳门，他就不得而知了。赌场接到地下钱庄通知后，视为伍建华已经还钱。然后伍建华去澳门赌场确认还款金额，拿回欠条。

伍建华称，其对于黄光裕是如何将人民币兑换成港元的过程并不知情。

据2009年3月15日连卓锋提供的证言，大致可以勾勒出地下钱庄如何将钱汇入赌场在香港开设账户的路径：赌场将账号告诉伍建华，伍建华将账号告诉黄光裕，黄光裕按照伍建华提供的账号，将资金汇入，然后郑晓微拿到黄光裕的钱之后，将其转到香港连卓锋的手下陈小姐账户，陈小姐再将钱转给赌场。

连卓锋称，地下钱庄在洗钱过程中，会在香港和内地两地账户做相互抵扣，会有一定的利率差价，并不实际发生资金转移。

2. 控辩双方当庭争辩

关于黄光裕是否犯有非法经营罪的关键是控辩双方辩论的焦点，田文昌和杨照东两名律师辩护称：①黄光裕的确有汇钱到地下钱庄的账户，但他仅知道该账户是伍建华提供的一个银行账号而已，并不知道该账号是地下钱庄的账号；②黄光裕并没有参与洗钱过程，实际的洗钱过程是伍建华、郑晓微等人操

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作的。

而检方则认为，抛开其他证据不谈，但有一点可以肯定，黄光裕非常清楚这个钱并没有汇到国家指定的外汇交易场所，因此符合非法经营罪的有关规定。

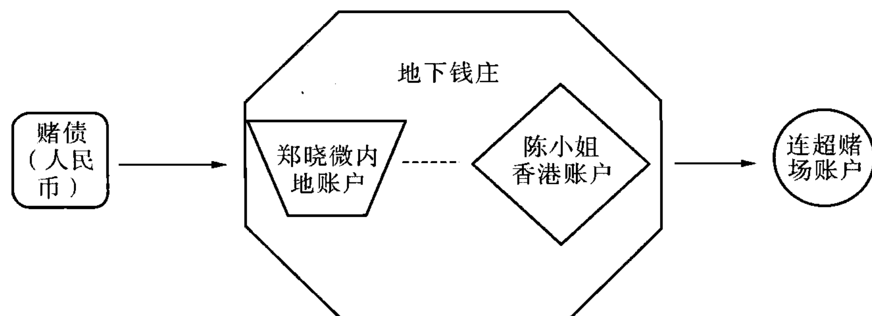
检方同时称，通过黄光裕和伍建华两人身份的区别，可以界定黄光裕参与了洗钱过程，伍建华只是在香港为黄光裕做经纪人而已，黄光裕只要明白钱是干什么用就可以了，具体操作过程由经纪人伍建华来做，只是两人实际分工不同。

田文昌和杨照东两名辩护律师称，在地下钱庄换钱的环节，黄光裕并不知道伍建华是否会通过其他账户来汇这笔钱，并不知道钱是从地下钱庄走的，是公安机关告知他之后，才知道是地下钱庄，因此，黄光裕并不知道自己是参与了洗钱。

法官当庭询问黄光裕，对连卓超等人的证词有何异议。黄光裕大声辩称，“我不知道地下钱庄的事，伍建华从来都没有告诉过我”。

（三）案例评论

通过对以上案例的分析，我们可以大概勾画出黄光裕将10亿赌债划拨到赌场的过程如下：



黄光裕从内地调拨巨资一案之所以成功，笔者认为关键在于这笔巨资并非直接从内地进入澳门，而是通过地下钱庄两个账户之间的转移，因此未被管理当局立刻发现。也正是在地下钱庄的助纣之下，每年都有大量的游资游走于澳门与内地之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、基层银行配合地下钱庄 热钱借道长驱直入①

近年来，随着我国经济的快速增长，人民币的持续升值，觊觎中国潜在收益的各路境外资金蜂拥而至，有关热钱入境规模的估算达几千亿美元甚至上万亿美元。巨额热钱的潜伏，给我国金融系统甚至整体经济的运营带来风险，为此国家有关部门出台了多项政策，意在关注热钱大肆流入的“闸门”。然而，《上海证券报》记者2008年5～8月历经3个月的走访及实地调查发现，由于我国相关制度的缺陷及利益体可能存在的一些违规操作，神秘且敏感的热钱潜入中国“轻而易举”。更有甚者，部分银行外币代兑点或银行授权外币代兑点，以及部分基层银行直接参与助热钱入境的行动中。

《上海证券报》记者实地暗访广州、东莞、深圳等地发现往往有一种可称之为地下钱庄“前台”的便利店。这种便利店仅仅是地下钱庄衍生的一个微小缩影，但神秘却又显而易见地游离于监管之外，以致众多致力研究热钱问题的专家对通过地下钱庄流入的热钱规模三缄其口。

随着暗访的进一步推进，颇令记者诧异的是，部分银行外币代兑点或银行授权外币代兑点，甚至部分基层银行与地下钱庄也有千丝万缕的联系，或正如专家所言，地下钱庄的运作没有银行的配合不可能这么高效运行。

地下钱庄显山露水：

每天，成千上万的港人和内地人往来深圳罗湖口岸，几十家便利店相邻坐落在通关口岸通道的各处，售卖饮料，或者电话充值卡等物品。区别于普通便利店的是，这些位处深港走廊的便利店更多一项业务——外币兑换。

但就是这些被一国有银行外币代兑点工作人员称之为“黑市”的便利店，对于记者称几十万元至几百万元甚至上千万元的兑换咨询，没有流露出丝毫为难的神情。

一家便利店老板表示，几十万元又没多少，几百万元、上千万元在深圳也算不了什么，换多少都可以。记者称有香港朋友想把几百万港元闲散资金转存内地，该店负责人给记者提出了这样的建议。

---

① 资料来源：基层银行配合地下钱庄 热钱借道便利店长驱直入［N］，上海证券报，2008－08－12。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“你可以让你朋友把钱存到我们在香港的账户。只要他存进去，我马上就可以在电脑里查到，并把钱兑换成人民币给你，或者直接把钱汇到他在内地的账户，几秒钟的事。不放心的话，我们可以两边同时进行，他在香港那边排队，你帮朋友在这边等。”

另一便利店老板则对记者所称的拥有上百万美元的美国朋友想把资金转入中国的想法给出了同样的建议：把钱汇入他们在香港的账户，然后在深圳取人民币。“所有境外资金，无论国家和币种同样操作，我们只赚一些差价。”小小的便利店与几十万元、几百万元、上千万元甚至无上限的外币兑换实力形成了鲜明的对比。

一银行管理人员对记者表示，这种操作实际上都是通过私下的渠道实现人民币自由兑换，类同于地下钱庄，应属违规行为。

这是一个隐形而庞大的群体，也正是这个群体，为众多境外资金潜入中国开启了方便之门，并被众多专家列为热钱流入的三大渠道之一。

对这些显而易见的违规群体，为何缺乏有效的监管？该银行管理人员认为，取证比较难。广东省人大常委会立法顾问何培华律师则认为，出台的政策很严，并不说明管得一定很严。

实际上，罗湖口岸仅仅是地下钱庄衍生的冰山一角。

广州、珠海、东莞等珠江三角洲各市，以及江苏、浙江等沿海省份，甚至远至新疆、陕西这样的内陆省份，也常见其身影，他们或称之便利店，或称为投资咨询公司等。

致力于热钱研究并对我国地下钱庄作过全面调查的广东省社科院“境外资金在我国大陆异常流动研究”课题组组长、经济学教授黎友焕博士说：“广东大部分地级市都有地下钱庄，街头吆喝着换外币的人很多，而且兑换量都很大，背后都有大老板，几个亿都能消化掉。在一些经济落后的地级市，银行系统每天的营业额，可能都没有地下钱庄高。”

国家外汇管理局广东省分局相关人士对记者表示，近年来，地下钱庄已开始呈现借助高科技手段进行非法外汇交易，大量使用现金交易，呈现炒汇网络化、集团化的特点。尽管近3年来，该分局及部分中心支局多次联合公安部门，打掉包括珠海、江门等地地下钱庄和非法交易窝点100多个，但打击地下钱庄是一项长期的工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、“杜氏地下钱庄”43 亿洗钱大案关键细节[①]

（一）主人公介绍

杜玲，女，47 岁，祖籍广东省清远市连山壮族瑶族自治县吉田镇，中港人民币找换行董事长——实际就是一家从事外汇非法买卖的地下钱庄，在居住于香港的清远籍人士中颇有声望，身兼第一届世界清远联谊大会副主席、香港连山港澳联谊会会长、清远商会副主席、清远公会副理事长等等。

在清远市当地，杜玲也非常知名，在连山县城的市场路上还有一个以她的名字命名的“杜玲商业街”，在吉田镇有一条“杜玲街”……作为成功人士，杜玲在清远连山县等地捐资助学，而且还在老家清远连山县为钱庄招揽了多名员工。

杜玲正是利用了她广泛的社会关系网，使得其地下钱庄在内地的业务开展如鱼得水。据《经济观察报》记者了解，甚至在警方侦查过程中，杜玲还能一度探知到警方的行动，几乎导致警方行动夭折。

（二）案件披露

2007 年 11 月 7 日，深圳市公安局首次向本报披露了该案的细节情况。以下是深圳市公安局有关“杜氏地下钱庄”的披露情况。

与传统地下钱庄不同，杜氏地下钱庄并不用现金交易，而是采取在众多公司间进行转账，且几乎全部通过网上银行操作。此外，深圳、广州两地办事处与香港总部紧密挂钩，自成一套高效而隐蔽的换汇渠道。

通过该换汇渠道 2006 年 1 月至 2007 年 5 月期间，仅设在大信大厦的该深圳办事处交易金额总计就超过 43 亿元之巨。

经查实，杜氏地下钱庄的总部设在香港，在广州、深圳分别设有一个办事处。平时，根据客户需要，在内地收取人民币，在香港支付相应的港元；或在香港收取港元，在内地支付相应的人民币。钱庄从中收取汇费或通过适当调高汇率盈利。

---

① 资料来源：魏黎明，杜氏 43 亿洗钱大案关键细节［N］，《经济观察报》，2007－11－10。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易一般通过香港与内地间的传真联系。在深圳的这个不过50平方米的小小办事处里，平均每天都要发生约800万元的交易金额。

而这一切都依赖着杜玲多年经营起来的一套严密的公司网络和独特的转账渠道。在该地下钱庄交易过程中，以下4家公司的名字频繁出现：深圳杜氏贸易有限公司、深圳安仕达电子系统公司、深圳中恒达贸易有限公司和深圳港清贸易公司。

据工商资料显示，深圳杜氏贸易有限公司和深圳安仕达电子系统公司已经吊销。而深圳中恒达贸易有限公司和深圳港清贸易公司的法定代表人均为谢华，出资人也为谢华和莫婕两人。

这些公司表面看似与杜玲毫无关系，但警方证实，它们均为杜玲所控制。实际上，杜玲控制的这类公司多达10几家。

港清公司和中恒达两公司分别设立于2005年12月和2006年10月，其中，中恒达公司注册地址正是杜氏地下钱庄深圳办事处所在的宝安南路大信大厦的10楼。但这两公司的注册电话一致，注册资本均为50万元，有关经营范围的文字表述也一字不差。

“设立这些公司，其实就是用来转账的。”深圳公安局经侦支队二大队大队长谢文学说，他亲自参与了此次侦查和抓捕行动。

在日常交易中，公司还自制了类似银行凭单之类的单据，相当正规。

传统钱庄往往以现金交易，“只要在交易时，现场按倒他们就可以人赃并获”，但是杜氏地下钱庄转账则几乎全部通过银行，“这就很难抓到现行”。

五、鄂尔多斯富商——金立斌之死[①]

金利斌走了，留下一大堆遗产，这些遗产大体分三类：巨额债务；连锁震动；纠结反思。从一个小商小贩，发展成经济规模吹成数十亿元的民营企业，惠龙集团是包头人所尽知的一个品牌。从成功辉煌到断缆崩舟，该集团的领军人物金利斌也是中国无数民营企业家的一个缩影。

① 参考资源：罗寿博，金利斌之死 烟消云未散［N］，《中华工商时报》，2011－05－20。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）案件回放

2011年4月13日16时27分，土右旗公安局接到报警：在土右旗新型工业园区福禾豆业有限责任公司院内发现一辆被烧毁的汽车，车内有一具被焚烧的尸体，当民警赶到时发现，该尸体已经面目全非，只剩下一堆骷髅，民警进行DNA鉴定，结果证明该尸体系金立斌。通过调查证实，金立斌系自焚，排除他杀和意外事故。目前，包头市公安局已成立专案组，进驻惠龙公司总部，依法对惠龙公司所属企业和金立斌相关资产情况以及融资情况展开调查。金立斌生前曾说过一句话：抓住一手好牌，打好，不算赢家；抓住一副坏牌，把它打好，才算赢家。金立斌的话犹在耳边，他的人生牌局却以让人难以意料的方式结束了。

如今，这个福禾豆业的厂房已经人去楼空，连个起码的看门望锁的人都没有。满目荒草中，耳边响起金利斌去年酒后推心置腹的一句话：我已经把全部希望都赌在这个项目上了，明年若成功，将一片光明。如果失败……他当时没有说完如果失败会怎样。

（二）自焚背后的原因

如今在包头，几乎人人都知道金利斌是被巨额债务压垮的，坊间传说的巨债版本虽然各不相同，但是民间借贷、资不抵债是各种版本的共同点。

最权威的当然是警方的结论，根据包头市公安局经侦队的调查定性为：金利斌债台高筑，无力偿还而自焚。涉嫌“非法吸收公众存款”、“单位犯罪”。

记者调查，金利斌的民间融资起步于2004年，但超限度“发烧”几乎是与福禾豆业项目的起步同时开拔的。一个号称投资5亿元的农产品加工项目，一个急于在3年内想上市的企业，光靠概念是不行的。

粮草告急，光靠银行也是不现实的。一位商会主席告诉记者，包头的银行全年贷款九成是贷给了当地的国有企业，而当地民营企业所能分到的银行贷款只有不到10%的蛋糕。到了惠龙嘴里，恐怕更少了。

于是大量的资金缺口驱使金利斌开始走向高利吸收公众存款的无尽深渊。

调查发现，金利斌吸收的民间集资达1596人，其中社会人士1098人，单位职工498人，另外还有银行和金融机构的借贷，总计负债达14亿元多之巨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相关人士透露，其集资利息从一分到五分，这里所说的一分五分是当地民间资本利息的行话，实指月息是1%和5%，也就是说如果契约是3分利息的话，那么如果你投放100万元放在金利斌那里，每个月光利息就可以拿到3万元，一年连本带息就是136万元。

在这场圈钱运动中，一家星级酒店老板为金利斌从浦发银行担保贷款5000万元，但是最后流到金利斌账户上的据说只有1000万元。一位外号叫“小四子”的人，为惠龙借贷1亿元；固阳县某企业家为金利斌融资5000万元；一位名叫张凤雄的人借给惠龙4500万元；包头市东河区一家典当行以个人名义为其贷款1亿元，在金利斌死讯传出后，这家典当行立刻遭遇了疯狂挤兑……还有一些处级公务员、国企的厂长、金融从业者也都纷纷把自己多年的储蓄借给他们眼中身价不非的惠龙董事长。更有甚者，一些人不惜挪用公款、亲友私款，纷纷踏入这场圈钱的泥潭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 第四章 “金融鳄鱼”入境后的动向及其带来的破坏

破五关斩六将，历经千辛万苦的国际热钱流入境内后又将何去何从呢？总体而言无外乎以储蓄、投资、投机三种形式而存在，其中投机又被广大学者媒体认为是热钱入境后的最主要的存在形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章主要从楼市、股市以及大宗商品市场三个角度探讨热钱入境后的去向与其对中国经济社会的危害。

第一节　进入楼市

一、热钱为何青睐楼市

（一）中国房地产发展史

中国房地产的发展史应该从1981年在深圳和广州开始搞商品房开发试点时算起。在这以前，国内只有普通住房的开发，没有商品房开发，事业单位或者企业单位造房子主要是用于内部职工福利分配，包括政府造房子也是用于福利分配，没有房地产市场。由于当时搞试点比较成功，后来就小范围的开始试点开发。1992年邓小平同志南行深圳视察后发现特区搞市场经济建设之后城市的面貌有翻天覆地的变化，其中房地产开发非常成功，认为开发区的经验值得向全国推广，于是他就吹响了中国房地产开发的号角，由沿海城市一带开始展开，特别是在海南、北海、广州、深圳等这些大城市。但时间不长，海南的房地产市场就形成了严重的泡沫。

1993年朱镕基总理到海南视察，发现海南的房地产市场已经失控，主要是土地市场迅速形成了非常严重的泡沫。于是朱镕基总理一声令下：停止银行贷款。银根收紧后使刚刚兴起的房地产市场立马遭到重创，造成的结果是从1993年下半年到1998年上半年，中国的房地产市场始终波澜不兴。

1998年对中国房地产业来说是关键之年，分水岭就是上半年和下半年，很多开发商在1998年上半年就熬不下去了，把土地纷纷卖掉退出市场。但是到了1998年下半年，在6月份左右，政策面开始发生变化，出台了一系列的刺激房地产发展的政策，最主要一个是取消福利分房，也就是意味着人们要取得住房，就要到市场上去买房，通过市场来解决住房问题，这种政策使得有效需求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在短期内爆发，并大幅快速上升。此政策的第一效应就是“赶末班车”——凡是有钱的单位纷纷购买现房，把当时市场上所有当时卖不掉的现房一扫而空。这时的房改政策提供了巨大的有效需求，而金融政策和税收政策又创造出巨大的有效需求。不断地降低利率，还有按揭门槛降低，当时首付只要30%、20%，有的银行甚至提出零首付。还有价格政策，在这之前商品房的价格受到物价局的管制，不能随便涨价，是限价的。但是在这时候取消了这些管制，为后来开发商涨价提供可能，这以后开发商自己喜欢怎么定就怎么定，开始乱涨价。于是1999—2003年为中国房地产业高速增长期，2003年到达高峰，暴露出房价过高、结构不合理的问题，导致严重的社会矛盾，房地产业成为社会关注的焦点。2004年开始实施宏观调控，主要特征是收紧土地与信贷两个闸门，以调控供给为主。

2005年中央进一步加大宏观调控力度，主要特征是供给与需求双向调控，以调控需求为主。从2005年下半年开始到2006年，成交量开始上升，但是好景不长，因为当长三角地区的房地产市场在下雪的时候，北京、深圳、广州这些城市却是一片艳阳天，房价涨得很快，就像以前的长三角，结果导致3月份调控的政策又进一步加强。

2006—2011年第一季度宏观调控的主要特征主要是以调整房地产产品结构为主。2006年5月，九部门联合制定《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》（37号文），文件明确要求各城市在2006年9月底前公布普通商品房、经济适用房和廉租房建设目标，“90/70”政策（套型在90平方米以下的住宅比率必须达到开发面积的70%）被提了出来，税收和信贷等政策进一步紧缩。2009年12月14日温家宝总理在主持召开国务院常务会议上，就促进房地产市场健康发展提出增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设等四大举措。2011年1月26日，国务院常务会议再度推出八条房地产市场调控措施（下称“新国八条”），要求强化差别化住房 信贷政策，对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于60%，贷款利率不低于基准利率的1.1倍。

（二）热钱进入楼市的驱动力

资本的本性是逐利，境外热钱加速投机国内房地产的根本原因还在于其高额回报。当前我国房地产的高利润，使得境外热钱进入我国房地产后将获得远

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远高于其他国家的收益率，特别是一些特大城市如上海、北京的年收益率可达20%～50%，有些城市还这个比例还要高，远远高于美国房地产投资的平均年收益率6%～7%，日本则仅为4%左右。热钱的本性是追求高利润、高回报，这就决定了热钱追逐投机机会的特性。目前我国房地产市场具有巨大的投机可能性，由此提供了热钱进入我国过热资产领域的动机和可能。2003年以来，国内房地产需求走高并一直处于高速增长阶段，为追求可观的房地产投资回报，境外大量热钱开始进入中国房地产市场。

为了控制热钱进入我国房地产市场，搅乱我国房地产秩序，我国政府从2006年7月的171号文、2007年7月的130号文再到2010年的严控，盘点2010年的楼市调控，可以说，这是政府出台控制手段最多，打压力度最大的一年，从1月10日的“国十一条”到4月17日的“国十条”再到9月29日的“国五条”，2010年12月商务部发布的《加强外商投资房地产业审批备案管理》，政府采取了一系列抑制热钱流入、限制外资企业对房地产市场投资的政策。

然而，在此强有力的打压之下国内住房价格依然没有明显的回落，特别是许多大城市房价不仅居高不下，进入10月以来还有小幅攀升。根据国家统计局公布的数据表明，截至2011年3月，我国房地产市场仍有数量不小的热钱在兴风作浪。境外热钱为何会如此热衷于我国房地产？主要原因可以归结如下：

1. 人民币升值预期

2005年7月21日，我国对人民币汇率形成机制进行改革，当日美元兑人民币交易价格从1美元兑8.2765元人民币调整为1美元兑8.11元人民币，升值2%。到2011年3月15日，美元兑人民币交易价格为1:6.5679，汇改以来人民币累计升值幅度已超过20%。从国际经验来看，货币升值对房地产市场会产生巨大的影响与冲击。如1985年《广场协议》签订后，日元不断升值，大量热钱流入日本房地产。而人民币这种小幅度的持续升值就增强了热钱对人民币升值的预期，致使越来越多的热钱流入房地产市场。人民币标价的土地和房屋的资产价格随着人民币升值预期的不断增加而愈发具有吸引力。而国外投资者进入中国市场，首先考虑的就是国内此类资产市场。

2. 赚取利率收益差

进入21世纪之后，自2004年10月29日中国人民银行决定金融机构一年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期存款基准利率由1.98%提高到2.25%，一年期贷款基准利率由5.31%提高到5.58%，到2011年4月15日，中国人民银行共进行了12次加息（中间于2008年进行了4次减息），现行金融机构一年期存款基准利率3.25%；一年期贷款基准利率6.31%，而与此同时次贷危机爆发后，美联储决定将联邦基金利率即商业银行间隔夜拆借利率由原来的5.25%降到2011年4月初接近0利率，以应对目前的次贷危机，2007年8月22日美联储自2003年6月以来首次降息，紧接着又连续进行了多次降息，截至2011年3月15日联邦基金利率即商业银行间隔夜拆借利率为0.16%，与我国一年期存款利率相差超过3个百分点。

当前中美两国利率变化的方向呈现出相反的情况，即一国在加息、另一国在减息，而此走势将会被资本逐利特性放大，并形成一种市场预期。现实情况是，由于美国经济出现压力，市场正在形成一种预期，即美联储将会放松银根甚至降息；而我国由于国内流动性过剩，物价持续上涨，通货膨胀加剧，将不得不持续加息，这将逐步形成一种“反向利差预期”。在金融全球化和流动性过剩的时代，资金流动受利率影响十分显著，尤其在次贷危机冲击后，发达国家和地区的利率开始“掉头”，中美内外利差扩大的预期，都会使境外热钱大量地渗透到我国房地产市场，以赚取利率差和房价差的双重利润。

3. 中国的房地产市场的高利润

资本的本性是逐利，境外热钱加速收购国内房地产的根本原因还在于其高额回报。

为什么房地产收益率会明显高于其他行业呢？有人会说，这是供不应求的结果。如果房源短缺是问题的根源，那么，治理的途径就是增加供给而已。据有关专家测算，从2000—2009年期间，我国每年新增的住房竣工面积总量大约是3.87亿平方米，而按人均30平方米计算，每年我国住房需求大约是5亿平方米，存在着供求缺口。但是，我认为，在房地产市场缺乏一个有效的制度结构的情况下，每年再增大住房的供给面积，依然难以减缓楼价。比如，2009年住宅竣工面积达到5.77亿平方米，这已超过了楼市需求量，至少楼价上涨势头会慢下来，但是，进入2010年以来，在政府出台的各项严控需求的大力打压下，楼市依然逆市上扬。可见，仅仅大幅度地增加住宅供给量是不够的。

4. “引资冲动”的存在为境外资本流入房地产行业提供便利机会

一些地方政府一直将招商引资作为工作的重点，将招商引资指标作为政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部门考核的主要指标，层层分解落实，在上述引资“冲动”的驱动下，采取以优惠的土地价格出让土地使用权等措施，鼓励外资投资当地的房地产行业，加剧了境外热钱流入房地产的趋势。

5. 美国“次按危机”引发的房地产市场低迷

美国“次按危机”，就是美国“房奴”因还不起按揭贷款而引发的一系列金融问题，在过去几个月里，该问题已从美国蔓延至英国、澳大利亚、日本以及中国香港和台湾地区，波及的行业范围也从银行延伸至投资基金，甚至与房地产相关的公司，造成了这些国家的房地产市场的低迷。而我国的房地产仍然“独身其身”，房价保持着较高速度的上涨势头，仍然保持着高额利润，更加刺激了境外热钱的进入。

二、热钱有何魔力助推房地产泡沫的成长

如图 4.1 所示，根据传统计算法，2005 年 7 月至 2007 年上半年，中国主要城市的房屋销售价格波动幅度很小，而在此时间段，热钱的波动幅度也相对较小。2007 年下半年之后，特别是 2008 年之后，热钱数量波动与房价波动较为一致，只是时间上稍有快慢之分而已，这也表明了市场对各种信息的反应速度是不同的。总体而言，房价与热钱波动的关系可以这样来概括：热钱数量多的时期，也是房价迅速上涨的时期，两者互为因果。房价的走高首先会吸引热钱进入楼市，而热钱的大量进入又进一步推高房价。如果没有进一步的多空消

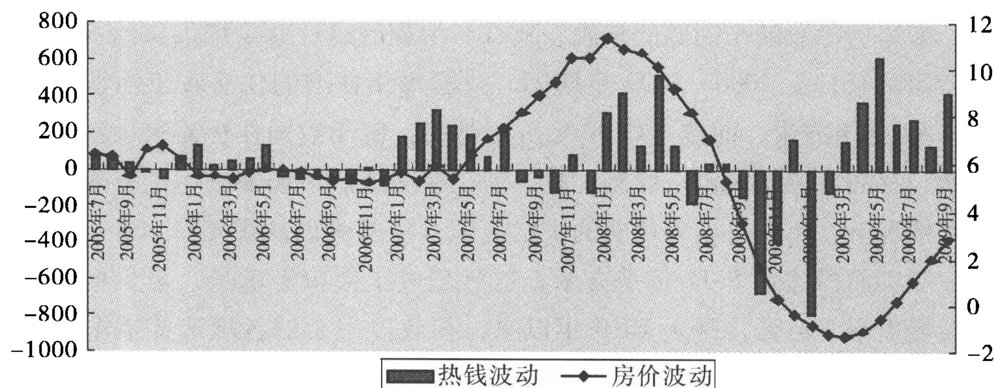


图 4.1 热钱波动与 70 个大中城市房价指数同比涨幅比较（2005 年 7 月至 2009 年 9 月）

数据来源：国家统计局网站：http：//219.235.129.58/reportMonthQuery.do

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息，可能会形成一种恶性循环。

根据地下钱庄修正法，热钱与房价波动的这种关系将更加明显。因为时间上的不一致性，并且为了减少波动性，我们对热钱走势进行移动平均（周期为3天），如图4.2所示，2008—2009年9月份，热钱移动平均线的走势与房价指数同比走势几乎完全一致，进一步验证了我们的结论。

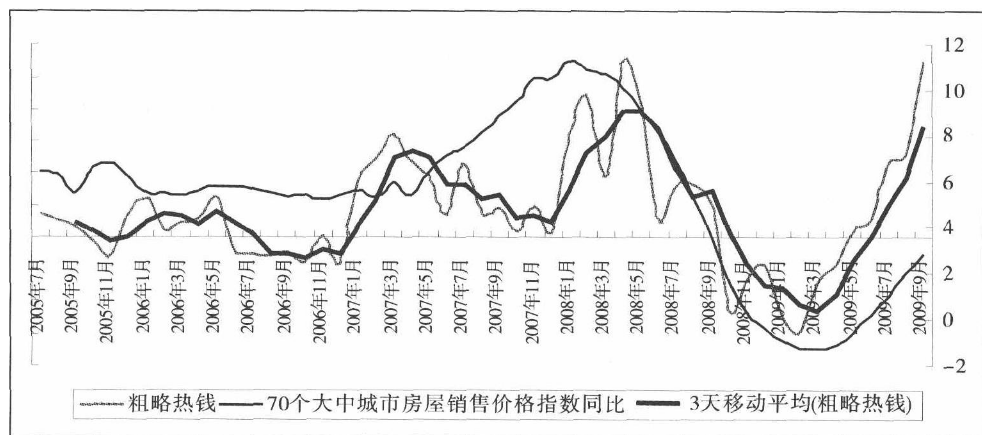


图4.2 热钱波动与70个大中城市房价指数同比涨幅比较（2005年7月至2009年9月）

热钱对房地产的操控手段与在股票市场相似，简单来说，都是低吸高抛。但与普通民众的低吸高抛不同，此处的“低”“高”可以由热钱来把握。热钱大量进入我国房地产市场，助长了房地产价格的泡沫，出现了明显的“效用失真”问题。“效用失真”使价格与真实价值脱离，一旦泡沫破裂，就会干扰房地产市场的正常秩序，对房地产市场造成严重的损失。比如20世纪80年代末的日元大幅升值，大量资金流入房地产市场，迫使日本房地产价格指数上涨了4倍多，并最终酝酿成巨大的泡沫。20世纪90年代之后，随着房地产市场泡沫的破灭，日本不动产整体跌幅达到了75%。这种经历不仅出现在日本，中国台湾在货币持续升值之后也同样经历了由暴涨到暴跌的过程，对经济造成了严重损害。

热钱投资主要集中于高端市场，高档住宅和商业地产的炒作，势必由于交易活跃和利润率攀高而挤压中低档房产的投资，造成中低档住宅市场供求失衡，进一步抬高其市场价格。几年来中国各大城市房价均按照年均约15%的速度增长，一方面老百姓支付不起高房价；另一方面城市住房空置率较高，供需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

矛盾凸显。虽然房价高不全是热钱所为，但热钱的推波助澜作用非常明显，造成居民收入与房价严重背离，目前中国的这种矛盾非常显著。

案例链接

海南热钱在无限膨胀 大多楼盘两天涨一两千

海棠湾作为三亚市唯一整体规划建设的海湾，其中最被投资者看好的福湾项目，领衔此轮三亚涨价潮。"两天涨一两千的楼盘多得是。"富力地产海南公司一位负责人2010年1月告诉北京商报的记者。

据了解，为了预防房地产泡沫，海南省2010年1月18日出台了"限地令"。然而，"限地令"的出台，不但没有抑制房价上涨，反而成了房价上涨的助推力。个别楼盘一天涨价就达5000元/平方米。

另外，有媒体报道称，三亚和海口的高级酒店已经被前来炒房的人全部订满，为出行方便炒房客就地买车，导致近期汽车上牌量上涨了3倍，车管所都忙不过来了。

20世纪90年代，三亚因为地产泡沫而一度陷入低迷。2000年三亚地产开始复苏，但档次都较低，每平方米的房价也只有千元左右。但自2002年新建商品房价格表现出一波狂飙突进之势，一年一个价甚至几个价，10年涨了近乎10倍。2007年，三亚海景房均价已经超过每平方米1.4万元，房价增长超过30%。就在全国房价开始下调的2008年，三亚商品房平均销售价格为1.0159万元/平方米，与上年同期相比增长36.34%。

北京商报的记者在2009年年初调查时发现，尽管是这样的涨幅，仍有多数业内人士担忧投资热钱的大量涌入，海南房价泡沫将会越来越大。而现如今，最高日涨5000元的涨幅，已经吸引了全国人民的目光。

"真疯了，我翻倍了！"海南清水湾的一位业主告诉记者，他于2010年3月份买的清水湾楼盘，那时均价才8500元/平方米，而现在有人告诉他，清水湾的洋房已经卖到2万元/平方米。"现在三亚的房价一周一个价。"他表示。

海南房价的再次暴涨就连当地的开发商也"看呆了"。

业内人士认为，虽然最近国家出台的"国十一条"以严厉的措辞，再次重申了打击投机性购房、炒房等行为，但国际旅游岛规划仍然像一块巨大的磁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铁，吸引着一批又一批的民间资本进入这个风光旖旎的热带海岛，它们似乎都还未觉察到国家调控政策之下的更深寓意。“泡沫的阴影再次泛起。海南忧虑了，作为中国房地产泡沫的起源地，它显然想力图避免上世纪90年代初的那场灾难——那场浪潮给海南留下太多沧桑的印记。国际旅游岛规划，应该是海南新的机会，而不应该是另一场泡沫的轮回。”

资料来源：海南热钱在无限膨胀 大多楼盘两天涨一两千［N］．北京商报，2010－01－21。

三、热钱进入楼市给人民带来的伤害

境外热钱进入房地产市场，首先会抬高房地产价格，助长经济泡沫，加剧房地产市场供给结构的不合理。而一旦境外资金撤走，将会给我国的房地产市场带来巨大危害，给我国人民带来巨大伤害。热钱对我国房地产市场的毒害作用具体可表现在如下几个方面。

（一）抬高房地产行业的价格，助长了房地产市场的经济泡沫

据国家统计局数据显示，2010年12月份房屋销售价格指数为106.4，比11月份上升0.3点，同比上升6.4点。自2009年6月以后，房屋销售价格指数连续18个月攀升，且数据表明，从2009年12月起，连续13个月以6%以上的速度递增，这些数据说明我国房地产业处于景气状态。房价的持续上涨，与境外热钱的不断流入有密切关系，外资的大规模进入，将推动非居民机构和个人购房的比例不断增加，容易形成较强的房地产市场“标杆效应”，致使很多民间资金在其影响下，纷纷跟风入市，推动国内房地产价格持续上涨。

境外热钱大量进入我国房地产市场，助长了房地产价格的泡沫，出现了明显的“效用失真”问题。“效用失真”使价格与真实价值脱离，一旦泡沫破裂，就会干扰房地产市场的正常秩序，对房地产市场造成严重的损失。

（二）加剧房地产市场的供给结构不合理

境外热钱投资主要集中于高端市场，高档住宅和商业地产的炒作，势必由于交易活跃和利润率攀高而挤压中低档房产的投资，造成中低档住宅市场供求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失衡，进一步抬高其市场价格。几年来中国各大城市房价均按照年均约15%的速度增长，一方面老百姓支付不起高房价；另一方面城市住房空置率较高，供需矛盾凸显。同时国内游资与境外热钱相互汇集，通过银行杠杆的放大效应，刺激了房地产市场的追本逐利行为。由此，投资需求正取代居民需求成为房地产投资的重点。这样就会加剧中国房地产市场供应结构的不合理。房子的不动产性质，决定其首先必须满足本国居民的居住需求，而境外热钱的流入使这一功能正遭遇到前所未有的挑战。

（三）增加了房地产金融体系的潜在风险

目前的房地产开发中，企业自有资金较少，以银行借贷融资方式为主，房地产开发资金中使用银行贷款的比重在55%以上。中国人民银行发布《2010年金融机构贷款投向统计报告》显示：2010年全年，主要金融机构及农村合作金融机构和城市信用社房地产人民币贷款新增2.02万亿元，年末余额同比增长27.5%，比2009年年末降低10.6个百分点。其中地产开发贷款新增1647亿元，年末余额同比增长24.7%，比2009年年末低79.5个百分点；房产开发贷款新增4269亿元，年末余额同比增长23%，比2009年年末高7.2个百分点；个人购房贷款新增1.40万亿元，年末余额同比增长29.4%，比2009年年末降低13.7个百分点。[①] 而且一些外资房地产企业还存在注册资本到位率低、虚假投资以及自有资金严重不足和负债比例偏高等问题。而在个人（含非居民个人）按揭贷款中，从银行获得的住房按揭贷款最高可达八成。银行实际上直接或间接地承受了房地产市场运行中各个环节的市场风险和信用风险。虽然当前我国并没有典型的次级住房抵押贷款市场，但我国住房按揭贷款同样有风险，并正逐渐步入违约高风险期。我国住房按揭贷款中存在的虚假按揭以及把关不严，使得一些不符合条件的借款人得到贷款，正是我国的房贷风险所在。一旦房地产市场出现萎缩，必将给银行系统造成严重危害，进一步加大金融体系的潜在风险。

① 数据来源：中国人民银行，《2010年金融机构贷款投向统计报告》。
http://www.pbc.gov.cn/publish/diaochatongjisi/3172/2011/20110126161749232603924/20110126161749232603924_.html

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）热钱出逃将对房地产市场造成不稳定影响

热钱涌入中国的目标是获取超额利润，一旦达到目的就会迅速撤走，这就给中国的资本市场、房地产市场带来巨大风险。如果人民币升值达不到境外热钱的预期，再加上政策的持续调控及物价的稳定，将导致热钱迅速抽走；如果这部分房屋集中抛向市场，必然会对市场供求产生不良影响，将会导致房价大幅度下跌，对中国经济稳定产生影响。另外，一旦认为人民币升值已经见顶，大量游资可能会选择获利后撤出的策略，游资大规模退出则可能会导致房地产价格的大幅度下跌，在一定程度上会对国内房地产造成相当大的打击，而且可能会影响到整个中国的经济。

第二节　热钱进入股市

一、我国股市是热钱入境后的温床

相比西方发达国家，我国股票市场起步较晚，存在市场发育程度还不高、投资者之间的无序博弈不时上演、大小非①历史遗留问题未解决，市场监督方面还存在诸多问题等现象，这一切为热钱进入我国股市提供了良好条件，中国股市频繁的暴涨暴跌也正好体现了国际热钱流入我国股市的迹象。

1. 股票市场发育程度不高

翻开股票市场发展史，证券交易所首先在意大利佛罗伦萨、荷兰鹿特丹等地诞生，此后相继在英国、美国等国出现。英美股票市场有超过百年的历史积

① 名词解释：大小非——非是指非流通股，即限售股，或叫限售 A 股。小：即小部分。小非：即小部分禁止上市流通的股票（即股改后，对股改前占比例较小的非流通股。限售流通股占总股本比例小于 5%，在股改一年后方可流通，一年以后也不是大规模的抛售，而是有限度地抛售一小部分，为的是不对二级市场造成大的冲击。而相对较多的一部分就是大非）。反之叫大非（即股改后，对股改前占比例较大的非流通股。限售流通股占总股本 5% 以上者在股改后两年以上方可流通，因为大非一般都是公司的大股东、战略投资者，一般不会抛售）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

累，其股票市场发展的经济、社会、技术、法律基础扎实，又有高度成熟的市场化体系做依托，股票市场发育度高。相比之下，我国股票市场发展基础差、起步晚。新中国股票市场诞生于1986年，如以上海、深圳交易所正式成立运营为标志，则时间更短，因此股票市场发育程度不高。市场经济体系还不健全、投资者的理性程度以及各项交易制度、交易品种、监管措施等都还不尽如人意，如缺乏做空及套期保值等机制，使得市场风险在人性及资本“一贪二怕”本性的驱使下急剧集中与破灭，这些特点正好迎合了热钱趋利的所有条件。

2. 市场投资者无序博弈

在中国股市，机构投资者之间以及机构投资者与中小投资者之间的无序博弈不时上演。首先，以基金为首的机构投资者并没有成为稳定市场的中流砥柱，反而频繁炒作，快进快出，与其自身应秉承的长期价值投资理念相悖；为争夺基金排名，不择手段并打压竞争对手；企业道德缺失，大量进行利益输送，老鼠仓和其他违反交易制度的事情屡有发生。其次，中小投资者在短期利益的驱动和机构投资者操作动向的诱使下，积极参与投机活动，短线买卖频繁，追涨杀跌，跟庄操作，与庄共舞。从整体上看，机构投资者与中小投资者都在投机氛围中进行着零和游戏；在中国股市尚未成熟完善的市场制度下，市场交易各方为了牟利而进行非理性操作，投机压倒投资，必然加剧市场的动荡，也为中国股市频繁的暴涨暴跌埋下了伏笔。

3. 股市历史遗留问题影响

大小非是中国股市的历史遗留问题之一。为解决历史遗留问题，在股改时采取了对价方法并明确了大小非的解禁期限，逐步实现全流通。这看似很公平，但却仅是表面的平等。股市投资者怕全流通、担忧大小非减持，因为同股不同价，一旦大小非解禁期满就可以在二级市场出售，但全流通大小非的每股对价后成本依然远低于市场价格，即远低于二级市场投资者的购买成本，随时售出都有丰厚的利润，而这客观上对二级市场投资者不公平。再者，大小非的规模远大于股改初期中国股市的流通股份额。2008年大小非大规模解禁，彻底改变了股市的供求关系，股票的可能供给量远超乎市场可承接范围，供过于求，没有足够的资金接纳，加之恰遇暴跌，大小非由于成本低廉，在恐慌中肆意卖出，于是股市只能以不断暴跌的形式来迎接大小非密集解禁带来的所谓全流通。既如此，则中国股市的估值体系的真正确立及成熟将任重而道远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 市场监管存在诸多问题

股票 IPO 审批、定价制度不够科学。首先，股票 IPO 审批制度不科学。申请 IPO 需要符合一系列条件，主要包括营业 3 年以上且连续 3 年盈利、3 年内无违法违规行为、财务会计报告无虚假记载等。但奇怪的是有相当比例的新股不上市时连续盈利而上市即亏损，这难免不让市场投资者担忧，一些不良企业及保荐机构是通过精心包装甚至非法途径来实现 IPO 的，这其中自然有企业诚信的问题，但也有 IPO 审批制度不科学、失严、失察之因。其次，定价制度的不科学也多被市场诟病。在股票发行市场上，股价是以市盈率来溢价发行的。国际上一般按 10 倍左右的市盈率对上市企业进行估值定价，而我国新股发行市盈率一般在 30 倍左右，甚者，近期的创业板上市企业市盈率高达 100 多倍的比比皆是。新股的高溢价发行定价制度正是股市泡沫和市场风险的始作俑者，如面值仅 1 角的某股票，仍按极高的市盈率实现发行上市，发行人成本如此低廉，上市即可获取暴利，巨大的泡沫和风险全部转嫁到了二级市场，于是股市成了圈钱机。

同 IPO 审批类似，上市公司再融资审核及监管不力。不少上市公司在企业盈利时，对股东一毛不拔或吝啬万分；而在企业处于困境或者企业盈利丰厚之时，毫不犹豫地向股东及市场高额再融资，于是股市又成为了提款机。再融资确有助于企业做大做强，但也是对市场资金的二次抽离行为，因此必须明确企业的再融资目的、用途以及股东回报等问题。2008 年中国股市出现了包括中国平安等多起天量再融资事件，至今令人心有余悸。由于股东大会早已被大股东及机构投资者控制，中小投资者力量微弱，因此，监管部门应切实担负起再融资审核及其后续事宜的监管职责，对于不合理的再融资申请及其后续行为，监管部门应进行警示和调查，甚至加以必要的惩戒。

上市公司信息披露监管缺位。上市公司信息披露方面存在的突出问题是：第一，信息披露缺乏主动性，不少上市公司把信息披露看做额外的重担，没有当成对投资者和股东负责而应尽的义务。第二，信息披露不及时、不充分，如年报等应定期公布的信息任意推迟甚至延后，应披露的重大信息往往在股价异常波动后才予公告，少数上市公司甚至与大资金相互勾结、利用信息进行内幕交易、操纵股价。第三，信息披露不真实、不准确。上市公司隐瞒业绩、虚增利润，甚至欺诈投资者等行为依然存在。这些问题的产生部分源于监管部门对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市公司信息披露的监管不力或监管缺位。

投资者合法权益保护不够。中国经济连续高速增长，股民应该是最幸福的投资者了，但事实并非如此。上证综指用一年的时间，从2007年10月16日的最高点6124.04点跌到2008年10月28日的最低点1664.93点，与此同时伴随数以万亿计市值的财富蒸发，中国股民、基民处于大面积亏损状态；即便遇上大牛市，真正获利的股民也不在多数，一旦牛转熊，难得的利润转瞬即逝。究其原因，根源在于对投资者的合法权益保护不够。大资金勾结上市公司操纵股价、欺诈投资者的案例并不鲜见。利空出台前大资金先知先觉、顺利撤离，中小投资者承担利空带来的所有的风险及损失，股民投诉无门，违法违规者即便遭受惩罚也很轻微甚至不了了之。股市立市根本的“三公”及保护投资者利益的原则成为口号。

政府干预市场过多。市场有其内在的运行规律，适当的政府干预是必要的。但中国股市频繁使用宏观调控，政府干预过多、政策性过强，很多政策或措施都带有主动或被迫“救市”、“调市”之嫌。人为地干预市场运行规律，良好的愿望不一定能达成良好的结果，甚至可能事与愿违，反而容易加剧股市的暴涨暴跌。如2007年的5·30印花税事件，管理部门半夜宣布上调印花税以抑制股市过快上涨，次日，数千家股票跌停板，不少股票甚至连续跌停，股民损失惨重。此外，在新股、基金发行等事项上也体现出政府的强势调控，于是，中国股市又带有明显的政策市印迹。

资料链接

股市是圈住热钱的好地方

随着美联储二次量化宽松规模的落定，全球新兴经济体又将迎来6000亿美元资金的进攻。为此央行行长周小川日前表示，中国可以采取总量对冲的措施应对热钱流入。他说，如果有短期投机性资金流入，可以通过适当的措施将其放在一个池子里，而不会任其泛滥到整个实体经济中去。等到热钱需要撤退时，再将它从池子里放出去。

周小川的“池子”理论一经提出，便受到市场的极大关注。不少人把这个“池子”与“股票池”联系在了一起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上，中国股市确实是一个比较理想的“池子”，是一个用来“圈热钱”的好地方。

经过最近几年新股的高速发行，尤其是一批蓝筹公司的发行上市，目前中国股市的规模已取得了长足的发展。截至今年10月底，我国沪深两市上市公司家数达1997家，总市值27万亿元。股市规模的扩大，也意味着资金吞吐量的扩大，目前中国股市完全有能力接纳更多的资金进入市场。即便美联储的6000亿美元全部流进A股市场（相当于4万亿元人民币），也只是相当于股票市值增长15%而已，并不是一个天文数字。

股市可以通过进一步加快新股发行的方式来接纳热钱，扩大直接融资比例。一直以来，中国股市都被称为“圈钱市”，融资功能是中国股市最擅长的功能，今年前三季度共有404家公司发行A股股票或债券，合计筹资6632亿元。面对热钱的流入，中国股市完全可以加大新股发行力度，来减少热钱对市场的冲击。而且，让更多的公司能够发股上市，这也解决了一批中小企业的融资难问题。

此外，热钱进入股市后，管理层完全可以通过国有股的减持来将热钱对股市的冲击降低到最低程度。2005年中国股市进行了股权分置改革，原本不上市流通的原非流通股，都已转换成了可流通股。不过，出于维护股市稳定的需要，绝大多数的国有股并没有上市流通，而仍然是持有在大股东的手上。目前A股的总市值超过27万亿元，但真正流通的股票市值只有1/3左右。如中石油于11月8日解禁，解禁市值达到1.9万亿元，但这1.9万亿元市值的股票仍然都持有在大股东中石油集团的手上，并未上市流通。因此，一旦热钱流进股市，国资委完全可以有序地安排国有股减持，从而有效地抵减热钱对股市的冲击。

当然，如果把“圈热钱”的“池子”建在股市里，对于股市来说也是具有一定的负面影响的。比如，加剧股市的投机炒作气氛，增加股市的泡沫成分，增加股市的投资风险。一旦有朝一日热钱从股市撤退，必将加剧股市的震荡，给投资者带来一些不必要的损失，不过，相对于热钱对实体经济的冲击，股市为此付出一定的代价是值得的。只是作为投资者来说，在沐浴股市泡沫之时，一定要有风险意识，别让自己成为这场泡沫浴的买单人。

资料来源：皮海洲．股市是圈住热钱的好地方［N］．经济参考报，2010－11－12。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、热钱，股灾发生的助推器

从2006年8月至2007年10月再到2008年的10月再到2009年8月，上证综指和深证综指历经了先用一年时间迅速上升270%至最高点，然后再用一年时间迅速下降至期初，接着再用9个月时间恢复到最高点的一半。整个过程波澜起伏，甚为壮观。根据传统算法，2008年10月份以来，热钱的表现与股价的波动高度相关，与上证综指相关系数达0.81，与深证综指相关系数达0.84（如图4.3所示）。

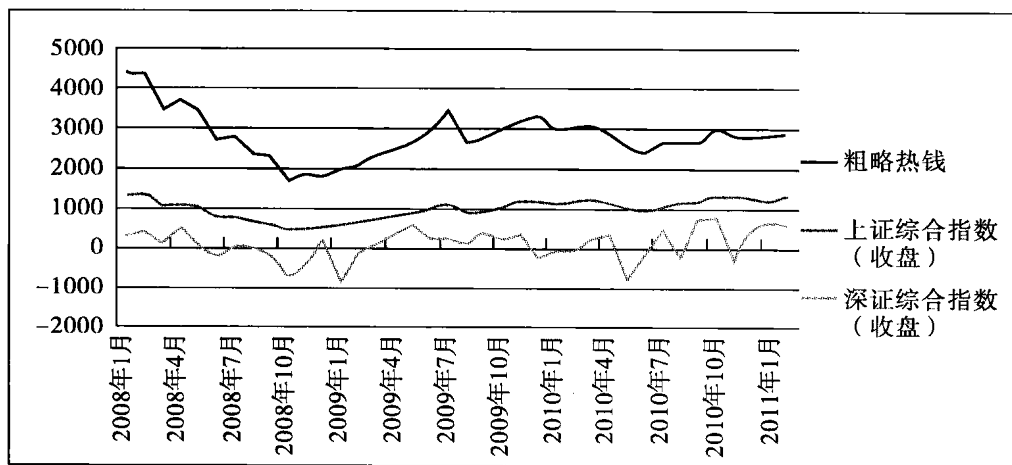


图4.3 热钱走势（传统计算法）与股市走势比较（2008年10月至2011年2月）

数据来源：中国证监会网站：http：//www.csrc.gov.cn/pub/newsite/sjtj/

由图4.3可看出，根据地下钱庄法所估计的热钱走势与传统计算法大致相同，但热钱走势与股价走势的相关性稍微有所增强，但这种强度并不明显。由图4.3还能看出，这种相关性在2009年3、4月份以来在不断加强，而且其走势几乎完全一致，说明近期股市价格上涨与热钱进入关系很大。

在明显的弱市特征下，稍微有一点超过预期的坏消息，市场就会有过度的反应。热钱持有者就会利用市场的这个心理特征，利用其量大的优势，给市场一个象征性地打压，就会吓走众多看多者。在市场低点，热钱会迅速低成本地吃进筹码，在适当的时机出手，便能得到巨额盈利。所以近两年来股票市场呈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现出的一个规律是，每当热钱的阶段性进入和流出，往往都会伴随股市的暴涨和暴跌。由于热钱进出迅速，资金快速涌入和退出时往往会拖累大市，使得许多股民因跟不上热钱进出的节奏而被深度套牢。所以，热钱带给中国的投资者，特别是众多散户的将可能是资产的大幅度缩水。

经典案例：日本大地震以后，市场担心今后海盐遭核辐射污染并轻信碘盐可抗辐射，我国一些沿海省份于3月16日出现食盐抢购潮，并迅速蔓延全国。受谣言牵动，3月17日，A股市场上云南盐化等相关盐业个股放量大涨。针对盐业股的异常波动，证监局进行了紧急调查，调查结果发现，当天交易量前5家席位合计买入5100多万元，占云南盐化当天1.1亿元成交额的近五成。3月18日，随着各地及时采取措施平息“抢盐风波”，云南盐化股价也于当天出现7.54%的巨大跌幅，根据调查显示，此次巨额游资追高云南盐化的结果是“割肉清仓”，3月17日大单买入云南盐化的浙江4家营业部客户均在3月18日大单出清，4个大单1天之内共计亏损234.5万元。

专家观点：

黎友焕谈A股大跌内幕：热钱主力边砸盘边观望

2010年一季度数据显示，新增外汇占款达7477.61亿元，相当于1095.32亿美元（按1美元=6.8269元人民币计，下同）。按残差法计算热钱得出一季度热钱规模为715亿美元，已超出了2009年全年的695亿美元。内地热钱与境外热钱从楼市撤退后将流向何方？广东省社科院热钱研究专家黎友焕5月28日接受了和讯网的采访。

黎友焕表示，内地热钱与境外热钱从楼市撤退后的流向是有关部门与我们共同关注的。考虑楼市调控政策滞后效应以及后续楼市调控政策准备就绪，我们认为楼市必调无疑，只是调整方式问题。至于热钱从楼市撤退后流向，我们第一个判断，国务院4月楼市新政出台后，三个月内热钱从楼市撤不出来，因为三个月内楼市有价无量。三个月内热钱从楼市撤不出来，意味着三个月内股市将继续低迷。这一判断已被证实。第二个判断，三个月后会有一批反应灵敏的热钱进入股市。目前有部分热钱借地下钱庄进入股市，热钱大规模进入股市之前，往往会先动用部分资金来砸盘，边砸边买。按过去的规律，砸到内地高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层的神经无法承受不得不出利好后，乘机借利好作行情。这一次本来应更狠，之所以砸到2480点止跌，据说因为有股指期货了，热钱对作空目标有分歧。

关于美元大幅反弹背景下，热钱究竟是进入还是逃离内地的问题。黎友焕称，根据广东省社科院热钱课题组监测，2010年10月以来，热钱一直呈现净流入，但净流入有限。值得注意的是，2010年10月至2011年3月，热钱维持总体净流入的同时，净流出逐步加大。尤其是4月中下旬在海外投行人民币必加息的鼓动下，大批港澳储蓄资金流入内地博加息升值，但同期热钱净流入却无同比例增加，说明投机性热钱仍在从内地撤退。

美元大幅反弹背景下，为何热钱仍维持对中国总体净流入？黎友焕表示，热钱首先追求安全升值。欧元区走到今天，明显受到美元狙击，美国也有问题。而且欧美经济拖累新兴市场，无论是依赖石油出口的俄罗斯，还是依赖电子IT出口的印度，都受到较大冲击。相比较而言，目前中国是基本面较好甚至最好的。在全球范围内，热钱避险首选中国。

目前热钱进入中国的套利对象，一部分热钱趴在银行博加息升值，一部分热钱炒农产品、中药材，一部分热钱正准备从楼市撤离，热钱目前对房地产的判断为中长期的高峰已过去，必跌无疑，所以新进的热钱不会再进入房地产，剩下一部分热钱观望股市。毕竟2500～2600点的股市与目前中国基本面背离。热钱观望股市原因有二：一是等待政策面明朗，即使等不到宏观调控政策、楼市调控政策出台告一段落，至少等到政策对股市态度明朗，不在调控楼市后再调控股市；二是等待大资金启动，目前部分热钱主力被困在有价无量的楼市中，楼市不放量，热钱主力撤不出来，热钱就会继续观望股市。

资料来源：黎友焕谈A股大跌内幕：热钱主力边砸盘边观望［N］．和讯独家，2010－05－28。

三、2006—2009年中国股市“N”型形成背后的原因

2006年9月初至2009年8月底，三年的时间里，我国股市经历的无数股民永生难忘的波动，上证指数和深圳综指先后经历了先快速上升再迅速下降至期初，最后又很快恢复到最高点一半的过程，整个过程可以用“N”来描述。

此次股市波动，让无数股民损失惨重，积攒多年的血汗钱被这次股浪卷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

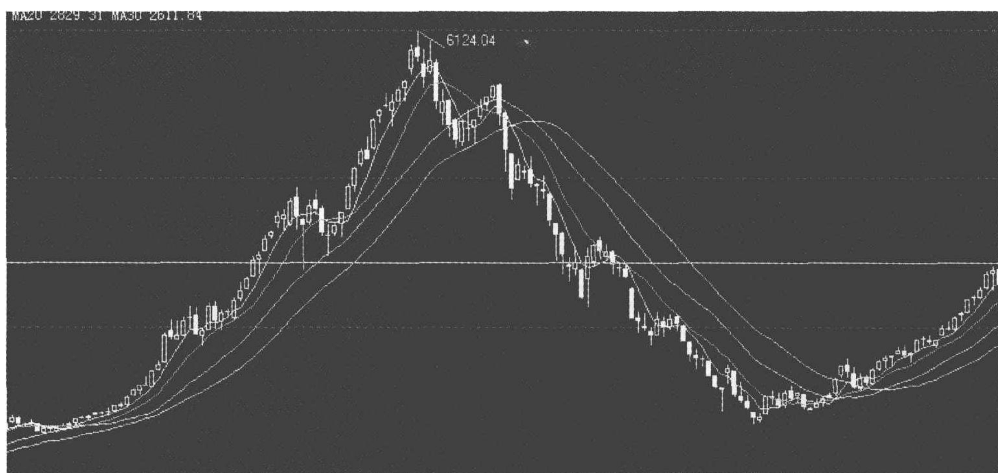


图 4.4　2006 年 9 月至 2009 年 8 月上证指数走势图

走，甚至有不少股民选择跳楼等各种自杀方式来回应这次股市波动。

然而在整个赌局中有输家，自然也就有赢家。谁是这场股市波动的最大受益者呢？纵观各种资料，我们不难发现，当时的赢家都是一些拥有外资背景的单位。笔者在此仅以泰康人寿为例在此做一简单介绍。

2007 年 1～10 月，上证指数单边上涨了 125.5%，而同期泰康 e 理财进取型账户上涨了 183.2%；2007 年 10 月至 2008 年 10 月当上证指数出现从 6000 点到 1600 点这最大 72.8% 暴跌的大熊市时，泰康 e 理财进取型账户仅跌 18.8%；待到 2008 年 10 月至 2009 年 10 月上证指数见底反弹 30% 时，同期泰康 e 理财进取型账户的涨幅却高达 99%；至于 2009 年 10 月至 2011 年 8 月 18 日，上证指数小幅回调 9.41%，而同期泰康 e 理财进取型账户继续上涨 31.24%，在所有大波段中均跑赢了上证指数。

泰康人寿是一家什么性质的公司呢？我们都知道国务院直属的四家保险公司有中国人寿、中国人保、中国太平洋以及中国再保险，并无泰康人寿。泰康人寿于 1996 年 8 月 22 日成立，总部位于北京，是一家股份制公司。公司成立之后 4 年，即从 2000 年 11 月份开始向海外募股，截至 2008 年 9 月，外资股东包括瑞士丰泰人寿保险公司、新政泰达投资有限公司和日本软库银行集团等著名国际金融企业。

以上所述，笔者主要想向读者传达一个信息：2006—2009 年，从中国股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚钱的是那些外来资金，或者可以再大胆地说，正是这些外来资金的投机，催化了我们股市的大幅波动，然后他们乘机卷走广大股民的血汗钱。

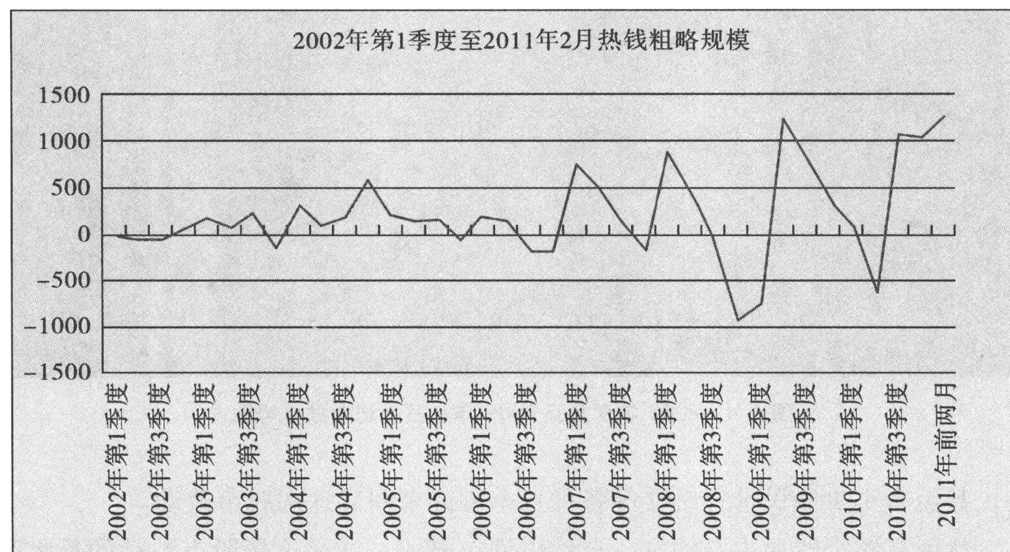


图 4.5　2002—2011 年境外热钱的粗略规模

以上推测，从近年来热钱进出入我国境内的粗略规模中也可以证实。如上图所示，境外热钱开始正式青睐我国境内始于 2003 年，然而和 2006 年第 3 季度之后的数据相比较，前几年境外热钱流入我国的规模还算比较小。2006 年第 3 季度之后，境外资金进出入我国境内的幅度有了较大的波动。这些迹象不得不使我们联系到这些境外资金和我国股市波动的联系。

第三节　热钱炒作大宗商品

一、国际热钱为什么会瞄上大宗商品

热钱缘何窥视大宗商品，主要原因可以概括如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 自然灾害多发以及中东局势的动乱为热钱进入大宗商品市场提供了条件

近年来，我国灾情频繁发生：从2008年算起，从2008年1月10日发生低温雨雪冰冻灾害，到5月12日汶川大地震，再到波及全国25个省的旱情等，全年旱灾、洪涝、滑坡泥石流、风雹、台风、风暴潮、海浪、赤潮、地震、低温冷冻和雪灾、森林草原火灾、病虫害等各类自然灾害均不同程度发生，全国所有省份均不同程度遭受自然灾害袭击，其中四川、甘肃、湖南、贵州、广西、云南、江西、陕西、湖北、安徽等农业大省灾情更为严重。进入2009年，我国自然灾害表现为三个“突出”：一是粮食主产区干旱和低温雪灾突出；二是汶川大地震灾区暴雨洪涝及其引发的滑坡、泥石流等次生灾害突出；三是黄淮等人口稠密地区强对流天气引发的风雹灾害突出。2010年又是一个灾害频繁、重大自然灾害连发的一年，从雪灾到旱涝、泥石流、台风频繁发生。根据民政部统计数据显示：2008年各类自然灾害共造成约4.7亿人（次）受灾，农作物受灾面积3999万公顷，因灾直接经济损失11752.4亿元；2009年我国受灾人口为47933.5万人次，农作物受灾面积4721.37公顷，直接经济损失2523.7亿元；2010年我国受灾人口达42610.2万人次，农作物受灾面积为3742.59公顷，直接经济损失5339.9亿元①。

另外，从全球视角来看，2008年以来世界各国也频繁遭受着自然灾害的袭击。2008年5月，“纳尔吉斯”特强气旋风暴袭击缅甸，造成大量稻田被毁；2008年6月美国艾奥瓦州遭遇500年一遇的特大洪涝灾害；2009年和2010年全球受拉尼娜气候影响严重，多数粮食品种产量下降等。在有色金属等大宗商品的价格被炒到历史高点以后，国际投资基金和各类游资都把目光投向了大幅减产的农产品，进一步抬高了农产品的价格。

2. 美国施行宽松的货币政策，为热钱炒作大宗商品提供资金来源

金融危机虽已渐渐远去，但是全球经济并没有走上健康发展的道路。美国为了刺激经济的发展，宣布重启量化宽松的货币政策，大肆印刷美元，最终不仅导致美元相对人民币贬值，为热钱进行人民币套汇提供了较大的空间，另外，印刷的大量美元一时不能被实体经济全部吸收，存在大量的资金游离在全球各地，最后造成全球范围内的资本市场像吃了兴奋剂一样出现了全面上涨，

① 数据来源：中华人民共和国民政部。http：//www.mca.gov.cn

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际游资借助基本面良好的大宗商品进行保值避险。

追踪全球基金资金流向机构 EPFR Global 的数据显示，2010 年以来，包括交易所交易基金（ETF）在内的新兴市场股票基金已吸纳近 600 亿美元的资金，流入全球贵金属和大宗商品基金的资金也增加了约 190 亿美元。与此同时，流出美国股票基金的资金则高达 500 亿美元。

仅在 2010 年 9 月 30 日至 10 月 6 日，流入新兴市场股市的资金规模就高达 60 亿美元①，创下 33 个月高位。EPFR Global 表示，在该时间区间，新兴市场股票及债券基金受惠最大，而大宗商品基金则紧追其后。

3. *房地产政策的出台，助推了热钱流向大宗商品市场*

全球金融危机过后，为尽快恢复国民经济，刺激经济的发展，中央实施了一系列政策措施。如：央行连续 5 次下调存贷款利率、刺激内需十大举措、关于个人住房转让营业税政策的通知、国务院 13 年来首次下调商品房资本金比例（意味着开发商的贷款门槛更低，可以用更少的资金取得更多的贷款）等，这些政策措施的出台繁荣了我国房地产市场，国际热钱也抓住机遇大量进入我国房地产市场。2009 年 12 月开始，为了抑制房价过快增长，政策明显收紧，以 2009 年 12 月 14 日出台的“国四条”为起点，财政部、住建部、国土部、国务院以及各省市单位陆续出台了一系列打压房价的政策。房地产市场获利空间被压缩，原本进入楼市的热钱开始流出去炒股，炒大宗商品。

二、热钱如何炒作大宗商品

2010 年，关于敏感性商品的价格表现最出人意料也是最合乎情理的是普洱茶和大蒜。

前几年普洱茶价格连续几年疯狂飙升后又突然像断了线的风筝直线往下掉，至今还是在低谷徘徊。不少人一直都找不出其价格过山峰反转的原因，我们在事后无意从地下钱庄的调研中得到热钱炒作普洱茶的情况。根据我们的调研，热钱炒作普洱茶的路径和思路大概如下：

一些热钱持有者在寻求投机领域的时候发现，普洱茶存在很大的可能炒作

① 数据来源：《大宗商品炒作大于需求 美元贬值是根本原因》，北京商报，2010－10－25。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空间，即：一是喝普洱茶对身体有益。随着社会生活节奏加快，不少人犯有胃病等肠胃疾病，喝绿茶对胃病等肠胃疾病者影响很大，而喝普洱茶对暖肠胃却有好处，不少医生鼓励大家喝普洱茶；二是中国茶在世界上影响进一步扩大，茶的销量也不断扩大，茶叶已经成为中国乃至世界人民不可缺少的生活必需品；三是普洱茶可以长期存放，而且存茶年限越久价格越高。尤其是第三个原因，可以作为中长期炒作的很好的借口。基于以上一系列原因，一些热钱持有者开始策划炒作普洱茶。其思路是：首先是研究分析普洱茶的国内外原产地和主要销售市场。第一步是先跟普洱茶原产地的主要茶农签订2～3年的购销合同，把连续几年后的产茶全部包销。第二步是到主要的销售市场，以市场价格逐步购进市场上的普洱茶，使普洱茶市场出现一天一个价，天天上涨的局面。直到拥有普洱茶的茶商不仅惜售，还因为卖多少而后悔多大的心态反而加入了抢购大军，甚至不少原来不是做茶生意的商人，因为看到普洱茶一天一个价的诱人市场行情，放弃原来的经营领域而加入到普洱茶的炒作队伍，即最后形成的局面是大家都来炒作普洱茶。以此同时的第三步是请一些所谓的专家、医生到处宣传普洱茶的好处，鼓动大家多喝多存普洱茶，甚至社会上请客送礼也用普洱茶。当社会各界出现追捧普洱茶的狂热氛围的时候，热钱持有者开始秘密逐步出货，一直到所有持货全部清仓。最后，不少人才发现市场上的普洱茶越来越多，而且价格不但再也不涨，而且逐步下跌。而茶农也发现，由于前几年种多少有人就买多少，因而不断扩大再生产，但突然间再也不见有人大批量包销新的产量而被迫不断降价销售。

再以热钱对大蒜的炒作为例。2009年甲流的肆虐不但没有结束，而且随着世界甲流行情的不断升级和中国因甲流死亡的人数越来越多，人们对甲流的恐惧更加失去理智。又一个被热钱炒作的体裁出现了，不久就传出大蒜对防治甲流非常有效的信息。我们只选取了两个较有代表性的市场，见图4.6和图4.7，由图可以明显看出，在2009年4、5月份之后，中国大蒜价格开始疯狂上涨。到2009年12月15日，四川彭州蔬菜批发市场大蒜价格从5月22日最低点的2元/公斤，迅速上涨到12元/公斤，上涨了500%；而青岛市抚顺路蔬菜副食品批发市场大蒜价格更是从4月底的0.8元/公斤上涨到8元/公斤，上涨了9倍。全国其他市场有的最高价和最低价之间相差竟然达几十倍之多。我们虽然没有确凿的证据证明热钱参与炒作普洱茶和大蒜的炒作，我们只是在调查研究工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中了解到一些炒作的情节，但我们把图 2.1、图 2.2、图 4.6 和图 4.7 结合起来看，我们可以发现，热钱的流入量与大蒜价格的走势几乎完全一样，说明热钱对中国大蒜价格走势可能有一定的相关性。

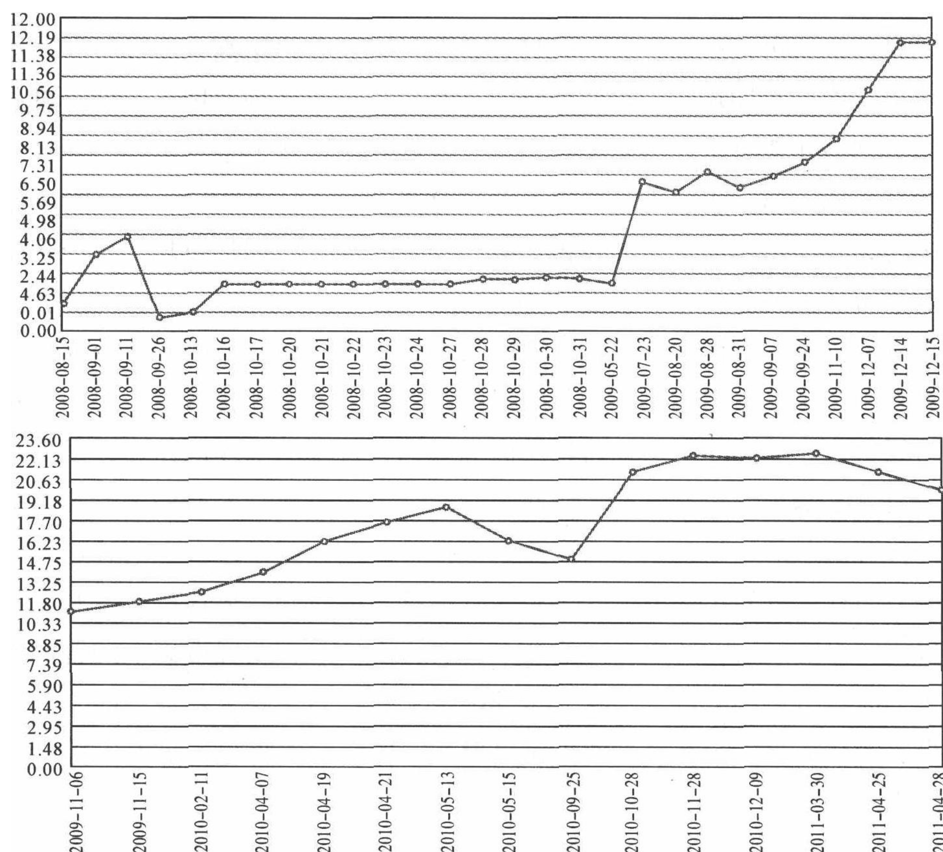


图 4.6　四川彭州蔬菜批发市场大蒜价格走势　单位：元/千克（公斤）

近期，中国通货膨胀日益严重，热钱的行为无疑又把这种状况推进一个极端。而且在大蒜的炒作过后，其他商品的价格也可能成为被炒的对象。很值得我们关注。

总结起来，以上热钱投资手段，有一个共同特征是严重扭曲价格信息，造成市场混乱，以其极大的破坏性导致中国投资者损失惨重，严重时甚至会造成民众资产在通货膨胀与资本收益预期减少的双重打击下大量缩水。因为热钱涌入中国的目标是获取超额利润，一旦达到目的就会迅速撤走，这就给中国的资本市场、房地产市场和商品市场带来巨大风险。如果热钱炒作达不到预期效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

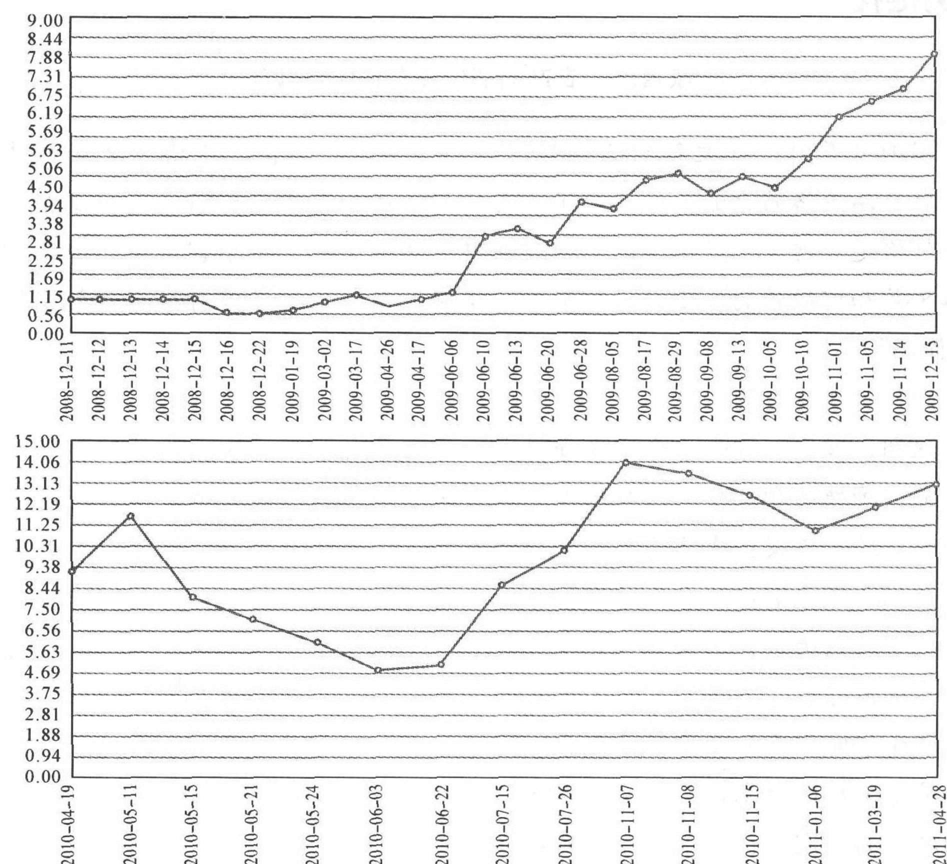


图 4.7　青岛市抚顺路蔬菜副食品批发市场大蒜价格走势　单位：元/千克（公斤）

注：以上图形资料来自：食品产业网大蒜价格行情各地报价：

http：//search. foodqs. cn/pr/detail_ 142. html

果、政策的利空调整或其他不利信息，热钱可能被迅速抽走，造成泡沫破灭；或者如果在股票和房地产中的热钱集中抛向市场，必然会对市场供求产生不良影响，将会导致资产价格大幅度下跌、商品价格大幅上升的不对称行情，宏观政策难以把握调控方向，将对中国经济稳定产生影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例链接

炒家自曝：农产品涨价罪魁祸首是炒作

2010年5月，继大蒜和绿豆疯涨之后，玉米、棉花的价格又开始蠢蠢欲动。农产品价格的上涨已经引起了社会的广泛关注和中央政府的高度重视。农产品价格是如何坐上过山车的？炒作在农产品价格的上涨中占多大比重？炒家具体又是如何操作的？近日一位参与此轮农产品炒作的炒家对记者讲起了他的“炒作经”。

炒作是暴涨主因

近期，官方、媒体、专家在分析农产品价格上涨时，把主要原因归结为气候异常、种植面积减少、出口增多、谣言四起等因素，认为上述因素造成了部分农产品的供需发生变化。然而部分炒家并不认同这种观点，表示简单的供需发生变化并不能引起这么大的涨幅。

也有人认为农产品价格上涨是流通环节过多，中间商在套利。但事实上，绿豆价格疯涨时，市场上绿豆的交投却更清淡，绿豆市场并没有呈现出一般商品行情向好时常有的量价齐升现象。

接受采访的炒家说：“既然要炒作，为了获得最大的利益，这就需要减少其他环节的利润，但也不排除中间环节趁机加大利润。”

该炒家直言，炒作是农产品涨价的罪魁祸首，但蔬菜价格上涨与他们无关，他们只是参与了绿豆、大蒜的炒作，而黑豆、薏米、糯米等杂粮的走高，多是跟风所致，并非炒作引起。下一步他们将把炒作品种的重心转移到一些大宗商品上去。同时他还特别声明，他们不会炒作小麦和大米，这两种农产品是国家最重要的战略物资，他们“断不敢”去触及。

业内外联手操纵场外期货交易

农产品价格是如何一步步被推高的呢？炒家又是如何操作的呢？

据了解，期货价格带动现货价格的上涨是关键所在。像绿豆、大蒜这样的非期货交易所上市交易品种，却可以通过场外期货交易平台——电子交易市场进行期货交易。电子交易市场分布在产品集散地，数量众多、规模不等。电子交易市场的做市商是价格形成的核心。事实上，电子交易市场里做市商一般是由大的现货商来担任，大的现货商在价格上涨中发挥了关键性作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上述炒家说："如果要炒作一种农产品，必须要与业内人士联合起来。"

所谓"业内人士"就是大的做市商。此前已有媒体报道指出，大蒜囤积者大多还属于大蒜业内人士，并非来自其他行业，绿豆情况也类似。做市商不止一家，炒家有一些选择权，而且做市商和炒家联合行动，也能分得一杯羹，所以一般做市商不会拒绝这种合作意向。比如大蒜、绿豆这些出口型的农产品合作方主要是出口商；而玉米主要的合作对象就是饲料厂、酒精厂；棉花就需要与纺织厂合作。合作的前提是尽量满足这些企业的物资需求。

真正炒作前，炒家一般会先散布一些谣言，如未来农产品将获丰收、市场充盈之类，然后在市场上做空，等价格下跌后，他们就开始转手做多。当买单大部分集中在他们手里的时候，就相当于掌握了该产品的现货供应量，控制了现货供应也就控制了价格。

该炒家说："与炒作资金合作的做市商或者是现货商，虽然会尽量满足这些企业的物资需求，在价格疯涨之后，只能是让这些企业日子相对好过一点，但是不可能完全逃避掉炒作的负面影响。但相关人员却收到了额外的好处。而从表面上来看，这些企业所受到的影响也较小，所以又会造成企业的决策者明智的假象。"

"此外，这些企业非常有可能得到政府的补贴来弥补原材料价格上涨的损失。比如一些饲料企业、养猪企业，每次饲料、生猪价格上涨，都会把原因归结为原料上涨、成本提高，但其实这与其中的个别企业存在关联，最后往往政府又会给他们下发补贴来平抑生猪价格。"该炒家还说，"如果炒作大宗商品比如玉米等，还可以与期货市场结合起来，不过风险比较大。一个大额空仓很有可能就会把我们搞垮。一手做期货，一手做现货，固然可以放大收益，但是风险更不可小视。"炒家在期货市场远没有在现货市场有信心。

炒家详解炒作经

该炒家称，炒作一个小品种，比如绿豆、大蒜、辣椒，只需要几亿元就可以搞定，民间资本可以应付过来。但是同时炒作几个品种，甚至包括大宗商品，那就不是民间资本可以做到的，需有国有资本的参与。他称此次炒作农产品也有国资成分，但是拒绝透露国有资本通过什么手段进入农产品市场。

该炒家表示，目前股市不振，楼市调控，市场上集聚了充足的资金。"市场的资本流动性充裕，资本又缺乏投资渠道，涌入农产品市场是有其必然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性的。”

资金和技术条件具备了，还要研究国家的经济形势和政策方向。炒家又重申了不触及小麦和大米两个品种的炒作底线。据悉，三个基本经济环境的判断促成了他们的炒作的行为：一是国家近年来一直希望提高农民收入，提高农产品的价格是大势所趋；二是国际影响比较大的商品，国家希望取得定价权；三是市场流动性扩大，通胀预期强烈。

对于炒作的影响，这位炒家有着与众不同的一些看法："首先，通过炒作，大蒜等出口型农产品的定价权得到回归。其次，炒作对于农民来讲也有一些好处。比如说大蒜，炒作使蒜价提升，农民也较以前增收不少；再次，未来通胀不可避免，这也是应对通胀的一种手段。”

针对当前三部委联合发文严打炒作农产品行为的情况，该炒家认为，按照现行的法律法规对炒作行为很难取证，尤其是炒作主力。该措施可起到威慑、警告作用，但实际意义不大。“三部委出面治理，没有切中要害，最需要出面的是国资委。”

“现在大蒜绿豆的炒作基本结束，价格开始回落。但是其他农产品价格刚走上上升通道，价格的回落大约在8月份，炒作时段性取决于资金周期和季节周期。”该炒家说。

资料来源：杨丽花．炒家自曝：农产品涨价罪魁祸首是炒作［N］．证券时报，2010－05－31。

三、热钱炒作大宗商品对经济社会的影响

1. 农产品价格上涨增加了城乡低薪人民的负担

近年来，由于受到自然灾害等因素的影响，我国农产品产品下降，价格适当上升是符合经济规律的，而且农产品价格合理的上涨也会使得农民收入增加，对粮食稳定生产是有益的。但是暴涨暴跌的价格不仅对农业生产而且对整个社会只能带来负面效应。中国居民恩格尔系数仍然偏高，经常发生的以食品价格大幅上涨为特征的通货膨胀会对居民实际生活造成较大的不利影响，特别是中低收入家庭和农村居民的食品支出比例相对偏高，农产品价格的上涨无疑增加他们的生活负担。另外，我国家庭财产中存款所占比重较大，特别是穷人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和中间阶层往往持有更高比例的存款，出现以粮食价格为特征的通货膨胀率高于银行存款利率时，这些低收入家庭将会在通胀期间遭受更大的损失。

资料链接

不怕农民囤粮就怕热钱炒粮

2010 年下半年以来，华北、黄淮区域持续的罕见旱灾，使得被称为“百价之基”的粮价渐涨。记者在山东调查发现，现在的收购价比年前涨了不少，但还是收不上来粮，农民手里即便有粮，也压着不卖。有收购商囤粮，也出现部分加工厂“断粮”的现象。

受干旱、严寒等极端天气影响，自去年下半年以来，国内粮价呈加速上涨态势。而且，国际粮价指数在连涨 7 个月后，在 2011 年 1 月创下历史新高。国内外粮价的不断上扬，再加上当前全国受旱面积继续扩大，农民不卖粮，收购商囤粮，加工厂“断粮”，这些现象是不可避免的。

为此，不久前国务院出台十条措施促进粮食生产稳定粮价。这十条措施可以说相当全面、给力，但我发现，缺少了打击热钱炒粮的关键一条。众所周知，去年的热钱制造了“蒜你狠”“逗你玩”“姜你军”等热词，让公众见识了热钱炒作的可怕，在粮价预期上涨的情况下，对热钱炒粮不能不防。

有人或许认为，粮食与“蒜你狠”等不同，炒作需要大量的资金，而且，有国家储备粮可平抑粮价，热钱炒粮的可能性要小。其实，只要有利可图，热钱照样会涌进粮食市场，像炒作“蒜你狠”一样炒高粮价。山东收购商囤粮，其实就是热钱炒粮的先兆。

尽管我们的货币政策通过加息、上调存款准备金率等不断回收流动性，但要意识到，在投资渠道匮乏、房地产投机受阻、股市不景气的情况下，依然有大量的闲散资金没有出路，而极端天气和国内外粮价上涨又为炒粮创造了条件，因而，不排除热钱在粮食市场兴风作浪的可能。

让人忧虑的不仅是制造了“蒜你狠”的国内热钱，国际热钱欲争夺中国粮食定价权更让人忧虑。据悉，随着 2008 年中国关于限制外资企业进入粮食流通领域的世贸组织过渡期的结束，已牢牢掌控了中国大豆 60% 定价权的外资粮商，又把目光投向了中国的其他粮食产业。如何避免粮食市场外资垄断的蔓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延，成为当前重要的命题。

在粮食的产业链条中，从农民、收购商到加工厂、批发零售环节，都会抬高粮食价格。比如，农民看到粮价上涨不愿卖粮，加剧了粮食供应的紧张气氛；收购商大量收购并囤积以牟利，对粮价上涨起到推波助澜的作用；批发零售环节加价也会抬高粮食价格。

但我以为，这个链条中最不可怕的是农民囤粮。因为农民囤粮的原因很简单，只希望多卖一点钱，政府一旦提高收购价农民就可能卖粮，与收购商企图通过囤粮实现暴利的目的截然不同，与热钱快进快出来套利更不同。因为热钱炒粮不但不会促进粮食生产，而且还会哄抬粮价加剧通胀预期，而农民囤粮则有利于提高农民的种粮积极性，促进粮食生产。因而，对农民囤粮不必惊慌，但对收购商囤粮、热钱炒粮急需要警惕，警惕主要粮食重演“蒜你狠”“逗你玩”的价格闹剧。尤其是，要警惕大笔热钱与粮食收购商串谋一起哄抬粮价。

资料来源：张海英．不怕农民囤粮就怕热钱炒粮［N］．河北经济日报，2011－02－19。

2. 石油、钢铁等大宗商品价格上涨对我国经济社会的冲击

作为工业基础原料，石油、钢铁等大宗商品价格的持续攀升将会引发和推动我国甚至全球范围内的长期通货膨胀，增加我国经济的脆弱性，也会给我国经济陷入危机留下隐患。

资料链接

原油突破百元大关 专家称中国抗通胀更艰难

2011 年 3 月 3 日上午消息，周三纽约原油期货收于 102.23 美元，推至两年半来的新高，居高不下的油价引发了市场对全面通胀的担忧。多位学者对新浪财经表示，高油价将间接推高包括煤炭在内的大宗商品价格，导致中国面临更难对付的成本推动型通货膨胀，应对通货膨胀任务更为迫切和艰难。

风险溢价推高原油价格未影响供给

周三纽约原油期货上涨 2.6%，收于 102.23 美元，收盘价创 2008 年 9 月以来最高水平，更重要的是突破了一道心理大关。分析认为，国际油价站稳 100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元关口以后，将更轻松地演绎一场“冲浪”大戏。

“中东地缘政治的不稳定因素，成为资本炒作最好的故事。”银河证券首席经济学家左小蕾认为，本轮国际石油价格上涨的根本因素是国际流动性过剩。

中金所中国经济研究部分析员彭文生报告提醒，不要高估近期油价上涨对经济的冲击，关键是要区分油价上升是风险溢价上升还是由供给下降导致。他认为现阶段的油价上涨尚属风险溢价，这种风险会随着局势的缓解而下降。

能源经济专家、厦门大学能源经济研究中心主任林伯强也同意“目前利比亚局势仅仅影响了油价，尚未真正影响石油供给”的观点。

但林伯强认为，未来油价的走势关键看国际社会控制利比亚局势的反应速度，他预测说：“目前利比亚的战争局势如果蔓延到原油主要产区中东国家，必然会发生第四次‘石油危机’。”

能源专家周大地也表示，卡扎菲威胁要炸油管，如果果真实施，石油设施两年之内难以恢复，必将实质性影响国际原油供应。

高油价推高中国生产成本

“石油价格的持续上涨并不是好事，对新兴市场来说，这将使本已身陷困境的货币政策制定者处境更加艰难。”野村全球经济发布的最新《全球经济监测周报》，对处在风口浪尖的石油价格飙升的危害性展开了深入分析。

“对作为新兴经济体的中国来说，高油价导致我们应对通货膨胀更为迫切和艰难。”林伯强认为，高油价对我国目前的通货膨胀有两种影响：直接影响主要影响消费者；间接影响主要影响生产者。能源价格上涨对通货膨胀的影响，除了上涨幅度，还取决于持续上涨时间长度。

林伯强算了一笔账，中国每年为购买原油需要支付1万亿元人民币，占到GDP的2.5%以上，国际油价在短短的10天左右上涨幅度接近15%，意味着中国全年将多支付1000亿元人民币。

但他认为，由于能源消费在CPI中的“权重”小，直接的能源花费可能对通货膨胀影响不大。同时，国内成品油涨价由国家发改委决定，将延缓国际油价向国内传导的进程。

“但间接影响主要指能源价格上涨带动其他大宗商品价格上涨，通常会导致成本推动型的通货膨胀。”林伯强表示，“间接影响杀伤力更大，成本推动型的通货膨胀最难对付。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本推动型通货膨胀最难缠

“从过往的经验来看，煤价与石油价格高度正相关，国际原油价格上涨必然导致煤价上涨。”目前让林伯强最为担忧的是煤价，这是最容易受国际原油价格上涨带动的大宗商品价格。而煤炭在中国能源结构中的占比为70%，远远高于石油20%的占比；煤价相比于油价，更市场化，更容易受国际市场影响。

因为国际油价参考的是期货价格，而煤价是看现货价格，煤价上涨相比于石油价格上涨有滞后期，林伯强表示这个滞后期为一两个月。

从昨日发布的环渤海动力煤价格指数来看，国内煤价已经改变此前下滑的趋势，连续两周保持稳定，表现为“买方市场”。国内煤价受国际煤价带动上涨，可能是时间问题。

“成本推动型通货膨胀可能促使政府为防止通货膨胀失控而从提高利率，提高资金成本，紧缩财政，到最后价格管制，这些在上一轮石油价格上涨时，我们都看到过。”林伯强表示，高油价时期，成品油价格机制面临极大的考验；若煤价也跟着飙升，政府可能出手管控煤价。

“除了能源价格上涨，国际其他工业生产资料价格上涨也将给中国带来输入型通胀。”左小蕾提醒PPI（生产者价格指数）从2010年10月开始已经连续4个月增长，2011年1月份的PPI已经达到6.6%，她预测即将公布的2月份的PPI必将超过7%，这意味着制造商的高成本向消费价格传导的压力越来越大。在此背景之下，她认为根本的解决方案是管好流动性。

资料来源：原油突破百元大关 专家称中国抗通胀更艰难［N］．中国化工报，2011－03－04。

第四节 热钱无孔不入

除上述热钱入境后进入楼市、股市以及大宗商品市场进行利润掠夺之外，为赌我国未来经济的良好发展，追求高额的利润，热钱入境后还会以银行储蓄、进入民间放贷等形式而存在。总之，为了追逐利润，热钱无孔不入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、以银行储蓄形式存在

金融危机过后，西方发达国家为了本国经济的尽快复苏先后施行了宽松的货币政策，不断地降低存贷款利率，美国、日本等发达国家目前基本执行接近零利率。而与之相反，作为新兴发展中国家的我们，为了应对国内通货膨胀执行紧缩的货币政策，2010 年 10 月至 2011 年 4 月先后进行了 4 次加息，一年期存款利率由 2010 年 10 月初的 2.25% 上调至 3.25%，一年期贷款利率也由 5.31% 上调至 6.31%。中美利差的不断拉大，为入境的热钱在不进行其他投机的情况下，以银行储蓄形式存在提供了可能。

资料链接

马红漫：对“热钱”“蛰伏”中国的别种观察

一般而言，热钱进入一个经济体的目的，就是为了博取短期套利的机会，但是进入中国的所谓“热钱”却显然并非如此。其一，海外市场尽管存在人民币升值预期，但是预期的升值幅度并不算大。从海外市场一年期无本金交割外汇（NDF）报价看，本轮人民币升值预期不过在 3% 左右，远低于上轮升值预期幅度，热钱如果单纯为了博取汇率升值而来，那么实际套利空间恐怕极为有限。其二，“热钱”除了博取本币升值之外，还会参与当地股市和楼市以获得更多套利的机会。但是从国内市场运行情况看，从 2009 年 11 月起海外市场的人民币升值预期开始趋强，但是其间所对应的境内股市和楼市行情却陷入胶着状态。无论楼市、股市，成交量均萎缩到了极点，不仅看不到热钱的身影，更遑论热钱套利取现了。其三，与资本项目开放的经济体不同，进入境内的热钱所面临的最大困难，就在于如何兑现利润并流出。实际上，长期以来国内外汇储备中不可解释的数量一直在增长，以此标准看，就从未有“热钱”集中流出的迹象出现，也即套利资金并没有兑现出逃。

综合以上迹象的分析，可以看出，尽管现实中的确有违规境外资金进入境内，但是这些资金的运行特征却并不符合传统热钱的定义。换言之，很多所谓的“热钱”在进入境内之后，并没有期望以短期暴利为追求，而是选择长期滞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

留中国境内。由于中国外汇储备构成数据不透明、境外资金入市测量标准不准确，让人们很难对这些海外资金的去向和意图给出较为明确的估计。笔者尝试使用排除法来判断境外资金的流向，从大环境上看，基于相对严格的监管查处措施，境外资金其实可以公开大规模投资的渠道非常有限。而从海外资金可能的运行形式上，我们不难发现，一方面这些资金并没有迹象大规模进入股市楼市；另一方面基于国内实体产业竞争激烈、利润率普遍较薄，本土境内资金尚且苦于投资无门的局面，境外资金同样难以在实体投资上有所建树。海外资金长期滞留境内，但却没有明显的投资去向，那么唯一可能的解释就是，海外资金以人民币的形式停留于银行储蓄中，并最终进入到商业信贷系统之中。

这样的结论，或许有点出人意料，但是在没有学术机构和官方的权威分析结论之前，这或许是一个大概率的结果。换言之，那些所谓的海外“热钱”，在实质上有可能更像是看好中国经济长期趋势的战略投资资金，它们流入境内并非是为了博取套利机会，而是为了分享中国经济增长的回报。倘若这样的结论成立，我们就不仅能够解释热钱为何只流入不流出的疑问，同样也可以解释为何中国经济能够先于其他经济体复苏。而对于监管部门而言，在忙于查处热钱的同时，也不妨认真分析、查考一下“热钱”的性质。毫无疑问，针对短炒套利资金的确需要严加防范，而对于长期投资资金，则需要通过政策将其引导到经济发展最需要的领域，其意义就如同中国大量购买美国国债，最终给美国提供低息贷款一样。对于中国而言，何乐而不为呢?

来源：马红漫①. 对“热钱”“蛰伏”中国的别种观察［N］. 上海证券报，2010－03－25。

二、进入民间放贷

民间贷款是区别于传统的银行贷款，即通过民间组织或企业按双方约定的利率和必须归还等条件出借货币资金的一种信用活动形式。放贷方通过贷款的方式将所集中的货币和货币资金投放出去，可以满足贷款方短期的资金需要。民间贷款只要该约定不违法、约定的利率不得超过银行法定利率的4倍均为有效。按照2011年4月6日上调后的一年期贷款利率计算，民间贷款利率只要不

① 上海第一财经频道主持人，经济学博士。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过 6.31% ×4 =25.24% 即为合法。

另外，由于我国金融市场还不完善、担保体制还未成熟等因素的影响，我国大量的中小企业存在着贷款难的问题，他们急需一批资金来维持生产或扩大生产。

极高的贷款利率外加强烈的市场需求吸引着入境热钱进入民间借贷市场，这在一定程度上也确实起到了缓解中小企业贷款难问题的作用，促进了我国经济的发展。然而这些热钱毕竟还是通过地下钱庄非法渠道进来的，既然违反我国相关法律法规我们就应该给予打击。正如广东省《境外热钱异常流动研究》课题组组长黎友焕博士在《世纪大讲堂》上回答一位嘉宾提问所说的。

补充资料

黎友焕博士就热钱进入民间放贷回答嘉宾提问

主持人您好，黎教授您好，我是来自北京交通大学经管学院的博士后，我有一个关于地下钱庄作用的问题，想请教一下黎老师。在我的家乡沈阳，我知道有很多地下钱庄，专门从事日本和韩国的资金往来，我听说这些地下钱庄，对本地经济，尤其是民营经济起到了相当正面的作用。那我想问，黎教授您如何评价这些地下钱庄的正面作用，如果对地下钱庄打击过度，是不是也对经济产生一些负面影响呢？谢谢。

黎友焕：要这么看，我们研究的情况表明，不同地区的地下钱庄的性质是不一样的。你比如说深圳的地下钱庄，它是专门沟通境外大批热钱来投机的；你比如说西北，包括东北的地下钱庄，它主要还是为当地的边贸服务的，因为边贸里头要有兑换本外币，还有些人缺钱，要及时补充资金，所以令到各个边贸口岸都出现大批的地下钱庄，这种地下钱庄，跟深圳的地下钱庄完全不一样，它确实对当地的经济发展起到了很好的作用。

第一，它这种地下钱庄的数量不大，它不会说几千个亿啊，或者几百个亿啊。第二，这种地下钱庄，就服务于边贸，所以它正面作用是很明显的，所以类似沈阳，类似东北、西北这样的地下钱庄，它是因为我们的银行体系发育不健全，体制太僵化了，使得这些地下钱庄成为有利的补充，这确实起到了正面作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是你说，这样的地下钱庄我们就不打击吗？打击就会损害当地经济吗？可以想象的是我们打击这样的地下钱庄，会对当地的经济造成一定的影响，但毕竟它是非法的，毕竟它是地下流动的，违法的事情，我们就必须打击。

资料来源：黎友焕. 热钱与中国经济发展［N］. 凤凰卫视《世纪大讲堂》，2010-1-23。

资料链接

热钱入境后以现金抵押新模式出现

2011年新年伊始，人民币对美元持续升值，而2010年我国外汇储备又创历史新高，这些新迹象越来越引起市场人士对于国际热钱的关注。笔者认为，国际热钱自2010年第四季度开始加速流入我国，很可能以现金抵押等方式规避外汇监管，通过向中小房地产企业提供资金支持并炒作高端住宅价格以伺机获利。

笔者发现，与过往虚假贸易等方式不同，2010年以来国际热钱以更为有效和隐蔽的新路径流入我国，主要通过现金抵押完成。境外热钱通过中国企业的境外分支机构，将拟流入的资金以美元等货币的现金抵押在中国企业的海外分支机构，然后由该中资境外分支机构的母公司，在国内为热钱提供汇率折算后的现金交由热钱在国内的代理人或者账户操作。在约定期满且热钱决定退出后，热钱将本金及投资收益交由中资企业的母公司，母公司通知其海外分支机构，将扣除利息或者佣金后的前述抵押美元等现金及盈余划归热钱所有方。若期满后不退出，则热钱只需要退还抵押本金对应的人民币数额给中国企业母公司，再由分支机构扣除利息或佣金后将抵押美元等现金退还给热钱所有方，而约定期内产生的盈余将继续留在国内运作。

由于有海外分支机构收到等值的现金抵押，国内母公司并不担心划拨给热钱的人民币现金存在损失风险。而热钱只是通过中国企业海外分支机构和母公司进行对冲，并不产生实际的“实时”资金流动，成功避开了国内的外汇监管手段。在国内外汇监管手段失效的情况下，热钱的流入、流出演变成中国企业母公司与海外分支机构年度的账目对冲，甚至只是母公司、海外分支机构两者互相独立的投资行为而已，不会产生跨境的资金流动，其隐秘性和快捷程度备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受国际热钱推崇。由于可以获得较高的“无风险收益”，中国企业及其海外分支机构也乐意提供便利。

中小房地产企业和豪宅受青睐

一般来说，国际热钱具有规模大、期限短、要求回报高、界定较困难等特征，其收益主要来自两个方面：投资回报和当地货币升值。虽然人民币升值已经成为普遍共识，但即使人民币兑美元年化涨幅达到6%，仍然与热钱的要求回报率有较大差距。我国的投资渠道一直比较窄，从过去几年的情况看，热钱比较中意的炒作目标集中在股市、楼市、农产品和大宗商品等领域。

首先，股市不是本轮热钱的目标。A股市场2010年10月起经历了一轮大幅上涨，至11月中旬累计涨幅达到18.5%，但即使在最高位时也未达到年初的水平，随后便掉头向下，目前已基本回到了起点，交易量也出现大幅萎缩。其实，自2007年起，股指每次阶段性上涨和下跌，都与热钱流动有密切关系，但自2010年开始，“新增外汇占款－贸易顺差－FDI”数据与同期上证指数正相关性的传统规律就出现了变化，甚至在个别月份出现了负相关。事实上，由于全球金融危机在一定程度上拖累了我国经济的基本面，再加上目前通胀形势严峻，货币与信贷政策逐步收紧的预期明确，资本市场基本上将维持震荡市的格局，热钱涌入A股市场的意愿不强。

那么，热钱是否进入了房地产市场？有人认为，房地产调控如火如荼，由于目前调控成效尚未完全显现，力度肯定还会加大，所以国际热钱不敢贸然进入。笔者认为此种观点值得商榷。一方面，房地产企业急需资金买地并建设新楼盘，而在政策面收紧的背景下通过银行贷款或资本市场融资几乎没有可能；另一方面，由于看准国内房地产企业融资困难及其对资金的极度渴求，国际热钱大幅提高资金成本，欲在低位抄底，而不动产的可抵押性又大幅降低了其投资风险。因此，双方一拍即合。

据了解，目前国际热钱已经介入我国沿海一带的民间借贷市场，为大量不能获得贷款的中小企业——尤其是中小房地产开发商提供生产运营资金。热钱为房地产开发商的融资方式包括直接信贷、入股项目公司进行合作开发，以及建立在回购协议基础上的假股权真贷款等方式。保守估计，其为房地产开发商提供开发融资的年化收益率至少在30%以上。

除了为房地产企业提供直接融资，热钱还不断涌入房地产交易市场。国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统计局的数据显示，2010 年 11 月，全国 70 个大中城市高档住宅销售价格上涨幅度最高，同比上涨 14.1%，而 12 月该涨幅为 12.8%，依然远超其他地产板块。上海中原地产的数据也显示，2010 年 12 月，上海豪宅市场成交面积为 6.81 万平方米，成交数量为 263 套，同比分别大增 102%、196%。据戴德梁行的最新统计报告，2010 年北京市高端住宅的平均价格同比上涨了 25%，是普通住宅价格同比增幅的 2 倍。基于这些数据，笔者认为，热钱有可能进入房地产二级市场，尤其是高端住宅市场。

事实上，由于具备地理位置佳、周边环境好、土地稀缺性、长期供应不及需求等特征，高端住宅拥有很强的保值功能和增值空间。虽然房产税出台后可能对高端住宅的价格构成负面影响，但其目前只在上海和重庆试点，且具体细则和实施时间仍未明确，而热钱本身就有投资期限短的特点，因此判断，房产税在短期内暂不会影响热钱对高端住宅市场的炒作意愿。

资料来源：贺志祥．警惕热钱以现金抵押方式规避监管［N］．深圳商报，2011－01－21。

三、炒作艺术品

2011 年 5 月 22 日晚 8 点，在嘉德春拍“大观——中国书画珍品之夜”上，齐白石《松柏高立图·篆书四言联》在此拍卖。起拍价 8800 万元，刚一亮相，直接被人叫价至 1 亿元，立刻引燃了现场的竞拍气氛。经过半个小时近 50 次的激烈竞价，价格不断被推向新高。原本安静的拍卖现场一反常态，喝彩声、电话声、竞价声此消彼长，最终，这件拍品落槌价为 3.7 亿元，加上 15% 的佣金后，以 4.255 亿元成交。这个价格超出了送拍者、有着“法人股大王”、“资本猎豹”之称的新理益集团董事长刘益谦的预期价格近 2 倍，这是他完全没有想到的。

根据中国首个专门以研究国内外艺术市场动向为目标的学术机构——AMRC 艺术市场分析研究中心给出的数据显示：自 2000—2010 年，中国艺术品市场的成交额逐步递增，从 2009 年下半年开始，艺术品市场成交额呈现井喷式暴增，2009 年为 212.50 亿元，同比增长 158.80%；2010 年为 588.75 亿元，同比增长 177.06%。2009 年，中国书画拍卖市场进入亿元时代，吴彬的《十八

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应真图卷》1.68亿元；2010年，张大千的《笑痕湖》1.008亿元、徐悲鸿的《巴人汲水图》1.8亿元、王羲之《平安帖》3.08亿元；2011年，齐白石的《松柏高立图·篆书四言联》4.255亿元、王蒙的《稚川移居图》4.025亿元。与此同时，中国油画也进入亿元时代，台湾罗芙奥拍卖公司香港春拍，常玉的《五裸女》成交价1.28亿港元。①

李稻葵在《对话》节目中谈到艺术品市场投资时说："相对于房地产价格飙升而言，艺术品市场的火爆不是那么严重的问题。"李稻葵表示，要是让他选择，他宁可选择齐白石的画再升100%、200%，我也不希望房地产价格涨5%或者6%了。但是在谈到艺术品市场里面泡沫会不会破裂时，李稻葵表示：我对齐白石中标的人还是有一些忧虑的，经济学里有一句话，输的人有可能是价格付高了，有可能是烫手的山芋没有人接手，我是比较担忧的，但这个担忧对于房地产泡沫而言是少一点，为什么？我猜测绝大部分投资于字画的客户，不大可能从银行里拿钱，因为银行不大可能让他买字画，他亏损是个人亏损，不会引来金融体系全局的问题。相对而言更不会由于他买了字画之后引起了其他年轻人住不起房子，而房价过高，则让别人买不起房子。其实并不是每一个人都如此欣赏齐白石的字画，当然我很欣赏；更不是每一个人都愿意花钱去买。

四、炒作党参、白芍等中药材

近年来，中药材价格的上涨已经超过合理的幅度，达到让人瞠目结舌的地步，每年都成倍上涨，党参的价格上涨得更是离谱，从2009年8月的每公斤9元左右上涨至2011年6月的每公斤90元左右，涨幅达10倍之多。为何会出现这样离谱的上涨？热钱在其中的作用功不可没。

为严厉打击囤积炒作中药材价格的违法行为，努力保持中药材价格的基本稳定，2011年7月中旬国家发改委会同有关部门，并抽调部分地方价格执法人员组成检查组，对甘肃陇西地区20多个中药材存储仓库进行了全面检查。

检查过程中发现，大量的党参、白芍都被长期储藏在仓库中，而且这些中药材虽然未上市流通，但是同样在进行着交易。如检查中发现一仓库存放的60

① 数据来源：《经济半小时：冲动的游资》，中央电视台，2011-07-04。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吨白芍，自2006年1月1日入库到2011年7月，5年多的时间就地换了4个主人，每一次易主都代表着这些白芍的价格进行了一次翻新，并不断创造新高。

为了维护中药材市场价格的稳定，检查组对甘肃陇西地区20多个中药材存储仓库进行全面检查，查清事实后，国家发改委依法对2010年12月前囤积党参的浙江南方药材有限公司等10户经营者，下达了价格行政执法告诫书，责令其于2011年7月21日之前，按照不超过每公斤60元的价格，将储存的20多万公斤党参出售给以党参为原料并取得GMP认证的中成药制药企业。同时，对2011年1月以来存有党参的44户经营者予以告诫，责令其于2011年12月31日前将储存的80多万公斤党参出售给以党参为原料并取得GMP认证的中成药制药企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 第五章 热钱与几个社会热点问题的不解之缘

热钱、通货膨胀、人民币升值、高房价、股市波动、金融体系稳定等都是当今社会人们普遍关注的经济热点话题，高房价、股市波动在前面都已提到，那么热钱和其他几项有什么联系呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章主要从热钱与通胀、热钱与人民币升值以及热钱与金融体系稳定三个角度来反映热钱对当今经济社会的影响。

第一节 热钱与通货膨胀的不解之缘

热钱的大量流入，通过助推国内房地产价格、干扰股市行情、哄抬大宗商品价格以及干扰货币供应量等方式的传导影响我国通货膨胀，据中国新闻网、新华网等中央新闻单位的两会网络调查综合显示，2010 年关系着中国百姓生存生活的通胀问题，成为最受关注的热门话题之一。另外，通货膨胀不仅影响了民生，增加了普通百姓的生活压力而且还影响了我国政府层面宏观政策的实施。

一、有关通货膨胀的认识

在描述热钱与通货膨胀的缘分之前，我们不妨先了解一些有关他的基本知识，这个关系到我们普通百姓生存生活的经济现象，只有了解了他的成长原因以及对我们将会造成哪些危害，在今后我们才能采取相应的措施加以抵抗。

（一）通货膨胀的概念及衡量指标

1. 何为通货膨胀？

简单的理解，通货膨胀是指一个经济体（可以是一个国家也可以是一个地区）在一定时期内一般物价水平持续的普遍上升的现象，或者是货币价值在一定时期内持续下降的现象。

2. 如何度量它？

根据西方经济学理论，度量通货膨胀的指标主要有 GDP 折算指数、消费者价格指数（CPI）和生产者价格指数（PPI），其中消费者价格指数（CPI）又属于最为常见。消费者价格指数是由一组固定商品按当期价格计算的价值与一组固定商品按基期价格计算的价值比值而得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公式为：CPI = 一组固定商品按当期价格计算的价值 ÷ 一组固定商品按基期价格计算的价值 × 100%。

用此公式我们可以计算出2008年1月至2011年3月我国CPI如下表所示：

表5.1 2008年1月–2011年3月的CPI

	2008.1	2008.2	2008.3	2008.4	2008.5	2008.6	2008.7	2008.8	2008.9	2008.10
全国	107.1	108.7	108.3	108.5	107.7	107.1	106.3	104.9	104.6	104
城市	106.8	108.5	108	108.1	107.3	106.8	106.1	104.7	104.4	103.7
农村	107.7	109.2	109	109.3	108.5	107.8	106.8	105.4	105.3	104.6
	2008.11	2008.12	2009.1	2009.2	2009.3	2009.4	2009.5	2009.6	2009.7	2009.8
全国	102.4	101.2	101	98.4	98.8	98.5	98.6	98.3	98.2	98.8
城市	102.2	100.9	100.7	98.1	98.6	98.3	98.5	98.2	98.1	98.7
农村	102.9	101.9	101.5	99.2	99.3	99	99	98.6	98.4	99
	2009.9	2009.10	2009.11	2009.12	2010.1	2010.2	2010.3	2010.4	2010.5	2010.6
全国	99.2	99.5	100.6	101.9	101.5	102.7	102.4	102.8	103.1	102.9
城市	99.1	99.3	100.4	101.8	101.4	102.6	102.3	102.7	102.9	102.8
农村	99.4	99.9	100.9	102.1	101.8	102.9	102.6	103	103.3	103.2
	2010.7	2010.8	2010.9	2010.10	2010.11	2010.12	2011.1	2011.2	2011.3	
全国	103.3	103.5	103.6	104.4	105.1	104.6	104.9	104.9	105.4	
城市	103.2	103.4	103.5	104.2	104.9	104.4	104.8	104.8	105.2	
农村	103.5	103.7	103.9	104.7	105.6	105.1	105.2	105.5	105.9	

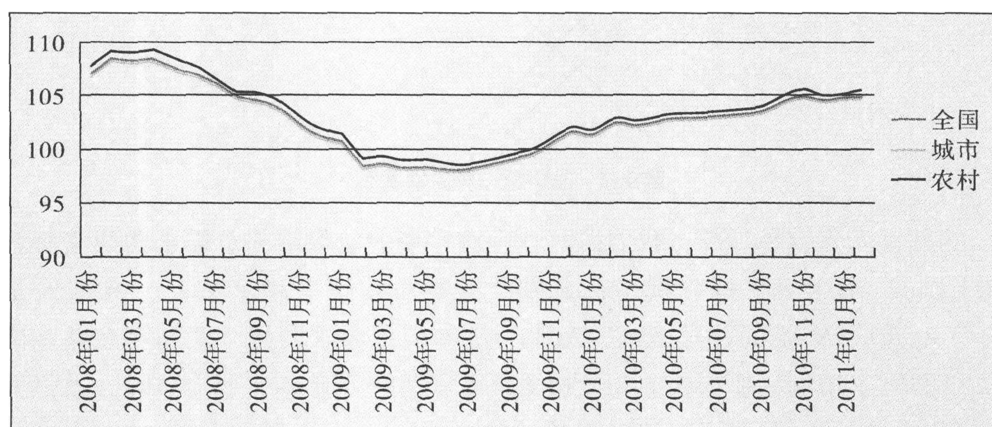


图5.1 2008.1—2011.2 我国CPI走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）通货是如何膨胀起来的?

一个国家或者地区在一定时期内为什么会出现一般物价水平持续的普遍上升的现象，或者也可以问他们的货币价值为什么会在一定时期内持续下降呢?，即他们的通货是如何膨胀起来的呢?

再次引用西方经济学理论，我们可以将引起一国通货膨胀的原因归结为：需求拉动的原因、成本推进的原因、需求和成本混合推进的原因以及预期和通货膨胀惯性。

1. 需求拉动怎么引起通货膨胀

首先说说需求增加如何能够导致通货膨胀。西方经济学对需求拉上的通货膨胀作如下定义，需求拉上的通货膨胀是指总需求过度增长所引起的通货膨胀，即“太多的货币追逐太小的货物”，按照西方著名经济学家凯恩斯的解释，如果总需求上升到大于总供给的地步，此时，由于劳动和设备已经充分利用，因而要使产量再增加已经不可能，过渡的需求是能引起物价水平的普遍上升。

所以，任何总需求增加的任何因素都可以是造成需求拉动的通货膨胀的具体原因。

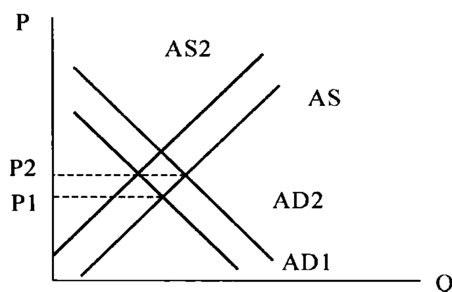


图 5.2　总供给—总需求曲线

为使读者更容易理解，我们用西方经济学中的总供给—总需求曲线来解释（如上图）。图中纵坐标和横坐标分别代表物价水平（用 P 表示）和成交量（用 Q 表示），AS 为总供给曲线，AD1 为最初的总需求曲线，假如存在某些因素致使总需求增加，那么如上图最初的总需求曲线 AD1 将上移至 AD2，总供给曲线不变，因此由图也可以清楚发现，物价水平 P 也由最初的 P1 上升到 P2，即通货就这样膨胀起来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. *成本增加同样也可以推进通货膨胀*

何为成本推进型通货膨胀？因成本增加或供给方面的原因形成的通货膨胀，即成本推进的通货膨胀又称为供给型通货膨胀，这种通货膨胀是由厂商生产成本增加而引起的一般价格总水平的上涨，另外造成厂商生产成本向上移动的原因又可以大致归纳为：工资过渡上涨；利润过渡增加；进口商品价格上涨。

（1）工资推进的通货膨胀

工资推动通货膨胀是指因工资过渡上涨所造成的成本增加进而推动价格总水平上涨。工资是生产成本的主要部分，工资上涨必将使得生产成本增长，在既定的市场价格水平下，厂商愿意并且能够供给的数量减少，从而使得总供给曲线向左上方移动（如图5.2）。

在完全竞争的劳动市场上，工资率完全由劳动的供求均衡所决定，但是在现实经济中，劳动市场往往是不完全的，强大的工会组织的存在往往可以使得工资过渡增加，如果工资增加超过了劳动生产率的提高，则提高工资就会导致成本增加，从而导致一般价格总水平上涨，而且这种通胀一旦开始，还会引起“工资——物价螺旋式上升”，工资物价互相推动，形成严重的通货膨胀。

另外，工资的上升往往从个别部门开始，最后引起其他部分攀比。

（2）利润推进的通货膨胀。

利润推进的通货膨胀是指厂商为谋求更大的利润而导致的一般价格总水平的上涨，和工资推进的通货膨胀一样，具有市场支配力的垄断和寡头厂商也可以通过提高产量的价格而获得更高的利润。与完全竞争市场相比，不完全竞争市场上的厂商可以减少生产数量而提高价格，以便获得更多的利润；为此，厂商都试图成为垄断者。结果导致价格总水平上涨。

一般认为，利润推进的通货膨胀比工资推进的通货膨胀要弱。原因在于，厂商由于面临着市场需求的制约，提高价格会受到自身要求最大利润的限制，而工会推进货币工资上涨则是越多越好。

（3）进口成本推进的通货膨胀。

造成成本推进的通货膨胀的另一个重要原因是进口商品的价格上升，如果一个国家生产所需要的原材料主要依赖于进口，那么，进口商品的价格上升就会造成成本推进的通货膨胀，其形成的过程与工资推进的通货膨胀是一样的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如20世纪70年代的石油危机期间，石油价格急剧上涨，而以进口石油为原料的西方国家的生产成本也大幅度上升，从而引起通货膨胀。

3. 需求和成本合力推进的通货膨胀

在现实生活中，造成通货膨胀的原因并不是单一的，因各种原因同时推进的价格水平上涨，就是供求混合推进的通货膨胀。

假设通货膨胀是由需求拉动开始的，即过度的需求增加导致价格总水平上涨，价格总水平的上涨又成为工资上涨的理由，工资上涨又形成成本推进的通货膨胀。

4. 造成通货膨胀的非控制因素——预期和通货膨胀惯性

在实际中，一旦形成通货膨胀，便会持续一段时期，这种现象被称之为通货膨胀惯性。对通货膨胀惯性的一种解释是人们会对通货膨胀作出的相应预期。

预期是人们对未来经济变量作出一种估计，预期往往会根据过去的通货膨胀的经验和对未来经济形势的判断，作出对未来通货膨胀走势的判断和估计，从而形成对通胀的预期。

预期对人们经济行为有重要的影响，人们对通货膨胀的预期会导致通货膨胀具有惯性。如人们预期的通胀率为10%，在订立有关合同时，厂商会要求价格上涨10%，而工人与厂商签订合同中也会要求增加10%的工资。这样，在其他条件不变的情况下，每单位产品的成本会增加10%，从而通货膨胀率按10%持续下去，必然形成通货膨胀惯性。

（三）通货膨胀会对经济社会造成哪些不良影响？

国外有部分学者认为，适度的通货膨胀对经济有益而无害，然而更多的学者认为过度的通胀对经济社会百害而无一益，这种危害主要表现如下：

（1）对固定收入阶层来说，通货膨胀不利于靠固定收入维持生活的人们，因为他们的收入是固定的货币金额，随着物价的上涨，他们手里的每一元钱购买到的生活用品减少，由于他们的收入没变，和以前相比，原来的工资现在能买到的东西少了，因此可以理解他们实际收入相对减少，因而他们的生活水平必然相应地降低。

（2）通货膨胀对那些把钱存到银行的储蓄者不利。比如2010年初有一件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



家具价值 1 万元，当时你正好有 1 万元，但是你没买，而把它存在银行。一年之后由于通货膨胀，这件家具有可能达到 1.1 万元，而一年后你在银行的本息加一起不过 1.03 万元，如果你想再买这件家具已经不够了。因此通货膨胀会使那些在银行有存款、口袋有闲置货币的人受到严重的打击。

（3）成本推进型通货膨胀将引起失业率的增加。假定在原总需求水平下，经济实现了充分就业和物价稳定。如果发生成本推进型通货膨胀，则原来总需求所能购买的实际产品的数量将会减少。也就是说，当成本推动的压力抬高物价水平时，既定的总需求只能在市场上支持一个较小的实际产出。所以，实际产出会下降，失业率上升。

（4）超级通货膨胀导致经济的崩溃。首先，随着物价水平的持续上升，居民以及企业会产生通货膨胀的预期，即都会估计物价会再度升高。这样，人们就会不让自己的储蓄和现行的收入贬值，而宁愿在价格的上升前把它花掉，从而产生过度的消费购买，同时储蓄和投资都会减少，经济增长率下降。其次，随着生活费用的上升，劳动者会要求提高工资，不但会要求增加工资以抵消过去的物价上升，而且要求补偿下次工资谈判前可以预料到的通货膨胀带来的损失。于是企业增加生产和扩大就业的积极性就会丧失。第三，企业在通货膨胀上升时会力求增加存货，以便在稍后抬高物价时出售以增加利润，这种通货膨胀预期除了会鼓励企业增加存货外，还可能鼓励企业增加新的设备，然而，企业这些行为到无法筹措到必需的资金时就会停止，银行会在适当时机拒绝继续为企业扩大信贷，银行利率也会上升，企业得到贷款也会越来越难。企业被迫减少存货，生产就会收缩。第四，当出现恶性通货膨胀时，人们完全丧失对货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币的信心，这时货币就再也不能执行交换和贮藏手段的职能，最终将会造成不仅经济不可能有增长，甚至会出现大规模的经济混乱等现象。

二、热钱有何魔力加剧通货膨胀的上升

2011 年“两会”结束之后，3 月 14 日国务院总理温家宝在接受中外媒体采访时就通货膨胀问题表示“通货膨胀就像一只老虎，如果放出来就很难再关进去。我们目前出现的通货膨胀其实是国际性的，如果你看看整个国际的形势，由于某些国家实行量化宽松的货币政策，而造成汇率和大宗物资价格的大幅度波动。输入型的通货膨胀对中国有很大的影响，这也是我们难以控制的。另一方面，确实在我们国内也有因为劳动力成本提高，各种初级产品价格上涨而造成的结构性通货膨胀。我们必须重视解决这些问题。我常讲通货膨胀包括物价、房价都涉及人民群众的生活，关系到他们的切身利益。因此，我们今年在政府宏观调控的各项工作中，把抑制通货膨胀摆在了第一位。”同时在讲到如何抑制通胀时温总理说“在抑制通货膨胀中，要管好货币，也就是说要减少货币的流动性，从根本上消除通货膨胀的基础。”①

通货膨胀对我们经济社会的影响是很大，我国政府官员及广大人民也在齐心协力与通货膨胀作抗争，并取得了很好地成绩。关于 2010 年年初起发生的这次通货膨胀产生的原因，正如温总理所说，此次与以往相比，输入型的通货膨胀影响较大。同时，不可否认热钱是输入型通货膨胀的一个重要因素。因此，本节主要想探讨的问题是热钱如何加剧通货膨胀。下文主要将从热钱干扰货币供给以及直接流入楼市股市和大宗商品市场炒作这两个角度来阐述热钱如何加剧通货膨胀的上升。

1. 热钱通过增加货币供给量来影响物价水平

如何理解热钱通过改变货币供给来影响通货膨胀呢？费雪方程式可以帮助读者很好的理解原因。

费雪方程式：$MV = Py$

也可以表示成 $P = MV/y$。式中，M 表示一定时期流通中货币的平均数量；

① 资料来源：中国网，温家宝总理会见中外记者，2011 - 03 - 14。
http://www.china.com.cn/zhibo/zhuanti/2011lianghui/2011 - 03/14/content_22085598.htm

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

V 表示一定时期单位货币的平均周转次数即货币流通速度；P 表示商品和劳务价格的加权平均数；y 表示商品和劳务的交易数量。

费雪认为，M 是一个由模型之外的因素决定的外生变量；V 由于由社会制度和习惯等因素决定的，所以长期内比较稳定，视为常数；在充分就业条件下，y 相对产出水平保持固定的比例，也是大体稳定的，也可以视为常数。因此只有 P 和 M 的关系最重要。此式从货币因素提供了价格水平变动的一种解释：价格水平变动仅源于货币数量的变动，当 M 变动时，P 作同比例的变动。

由于人民币升值预期、利差拉大以及国内资本市场的利好信息等因素的影响，国际热钱大量进入我国境内。在我国境内，人民币是流通领域唯一的合法货币，大量热钱的进入之后必将兑换成人民币在我国境内流通，我国外汇储备必将增加。再根据现代货币理论：$M = mB = m（D + F） = mD + mF$。其中，M 表示货币供应量如同费雪方程式中 M；m 为货币乘数；B 为基础货币；D 为国内信贷（包括政府债权资产净额、对商业银行的债权及其他资产净额）；F 为外汇储备；mD 为国内信贷引致的货币供应量；mF 为外汇储备引起的货币供应量，即外汇占款。大量热钱的进入必将增加外汇的占款，进而影响我国货币供应量。

再回到费雪方程式：$MV = Py$，V、y 为定值的情况下，P 与 M 呈同比变动关系，货币供应量 M 增加时商品价格 P 就会上涨，就通货膨胀率上升，即境外热钱入境规模与通货膨胀率成正比，热钱入境越多通货膨胀越严重。

2. *热钱直接参与炒作，推动物价上涨*

资本是趋利的，大量热钱入境之后大多不以投资或者储蓄的形式存在，为了追求更高的利润，游离于实地经济之外，见机进行了投机。正如前文所提到的，近年来，大量热钱入境后为了投机，纷纷流入我国房地产市场、股市以及大宗商品市场，哄抬物价、房地产价格以及股市。以农产品为例，在涨价最盛之时，国家发改委公布的 2010 年 10 月份城市食品零售价格监测的 31 种产品中，近八成价格上涨。

2010 年岁末，在各个网站甄选的 2010 年十大网络流行语中，“蒜你狠”系列登上榜单。蒜、豆、姜等农产品接力上涨，价格如坐过山车般上蹿下跳，并纷纷贵过猪肉价格。“蒜你狠”、“豆你玩”、“姜你军”、“糖高宗”、“苹什么”“辣翻天”等网络流行词接踵而至。这些词的发明在幽你一默的同时，也将市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民对物价飞涨的无奈体现得淋漓尽致。国家统计局公布的2011年前两月数据显示：2011年1、2月CPI均上涨了4.9%，其中食品的贡献率分别为：10.3个百分点和11个百分点。

热钱的本性是短期套利，因此当期和预期利润大小决定了它的投资方向。在目前人民币升值的情况下，热钱一方面可以坐收升值的收益，另一方面趁机在房地产、股票这些高回报市场不断寻找机会，使这些行业在资金供求关系失衡的基础上，助推其价格的进一步上涨，从而诱导国内其他资金迅速向这些行业、市场集中，进一步加剧这些资产价格的虚高，造成虚假繁荣。当国内滞留的大量热钱全部撤出时则繁荣的泡沫必然破灭。

热钱除了参与房地产市场以及农产品等大宗商品的炒作直接影响通货膨胀之外，还参与石油、铁矿石等大宗商品的炒作，抬高这些能源商品的价格，增加企业的生产成本，进而通过成本推动形式传递到通货膨胀。

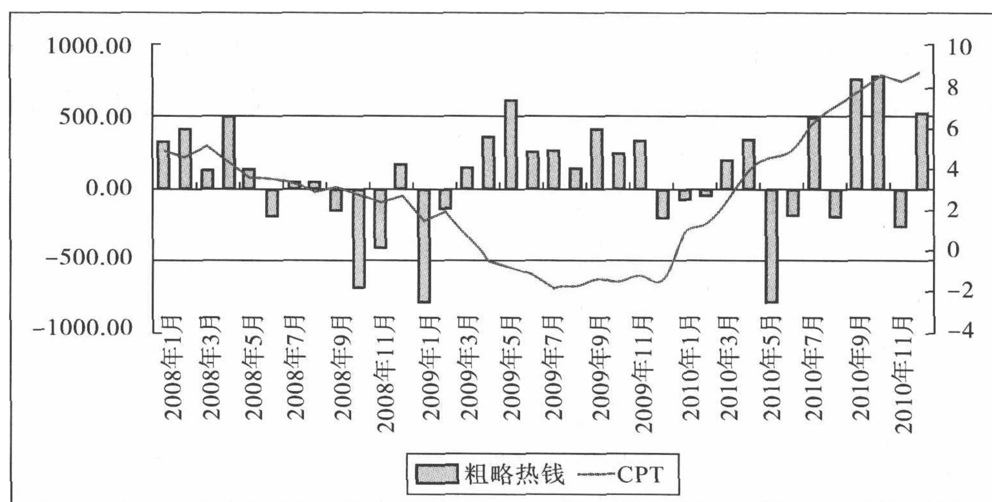


图5.3　2008.1—2011.2CPI与热钱规模走势图

专家意见：

黎友焕：2011年热钱成CPI巨大推动力

广东省社会科学综合开发研究中心主任、广东省社会科学院《热钱与地下钱庄研究》课题组长黎友焕接受中国证券报记者专访时预计，2011年热钱对我国CPI的推动力巨大。如果股市持续低迷、房地产上升空间有限，相关经济政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策有炒作空间，热钱必然会炒作商品。热钱还将持续推高 CPI。

中国证券报："热钱"对我国 CPI 有什么影响？

黎友焕：热钱对 CPI 的影响主要是炒作农产品，尤其是食品。前段时间，热钱炒作农产品和食品对 CPI 的影响巨大。目前相关压制措施的作用不可持续，一旦这些措施发生变化，热钱炒作农产品将"卷土重来"。

我国目前的投资渠道较为单调是热钱胡乱炒作的主要原因。热钱流入境内以后炒作房地产、股市和商品市场，2011 年热钱对 CPI 的推动力不容忽视。而且，有一些海外基金正在"屯兵"香港，未来可能会有更多的热钱进入内地，进一步在商品市场"兴风作浪"。

中国证券报：您认为明年我国的"热钱"流入态势如何？

黎友焕：明年我国的热钱形势"变数"很大。因为，美国第二轮定量宽松货币政策实施，欧元区各国经济问题陆续爆发、朝鲜半岛局势变化、我国抑制通货膨胀的相关措施等都是影响热钱流动的重要因素。而这些因素未来变化都比较大。

根据我们课题组对未来国内外经济发展形势的预测以及东北亚局势的初步判断，国际流动性泛滥短期内难以消除，人民币有巨大的升值压力，为抑制通货膨胀，国内加息可能性很大。明年境内外利差可能进一步加大，境外热钱将可能延续大量涌进的态势。

资料来源：陈莹莹．黎友焕：2011 年热钱成 CPI 巨大推动力［N］．中国证券报，2010－12－23

第二节 热钱与人民币升值的不解之缘

进入21世纪以来，全球经济低迷、萧条、危机四伏，许多国家还没从通货紧缩中恢复过来又面临着通货膨胀的巨大压力。与一些发达国家情况不同，中国经济持续高速增长（进入新世纪以来一直保持9%以上的增长速度）。国际收支的双顺差和不断增加的巨额外汇储备（2009 年 4 月我国仅大陆外汇储备排名世界经济体第一）成为推动人民币升值的直接原因。以美国和日本为首的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西方发达国家认为中国的出口商以“不公平的低价”抢夺世界市场，因此要逼迫人民币升值，并进而将这一经济问题转变为政治责难，向中国施加压力。

人民币面临升值压力①的历程可以追溯到2002年2月22日，日本财务大臣盐川正十郎在OECD七国集团会议上向其他六国提交通过提案，要求逼迫人民币升值。2003年6月起，人民币升值的主要外部压力从日本转向了美国。2003年6月和7月美国财政部长John Snow和美联储主席Alan Greenspan先后公开发表谈话，希望人民币选择更具弹性的汇率制度，认为盯住汇率制度最终会损害到中国经济。

迫于政治等因素的考虑，2005年7月21日19时，中国人民银行对外宣布汇改。当天美元/人民币官方汇率由8.27调整为8.11，人民币当天升幅约为2.1%。同时央行还宣布废除原先盯住单一美元的货币政策，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。

分析人民币为什么面临升值压力，国际热钱也是一个不容忽视的因素。国际热钱的大量流入又会通过增加外汇储备进而加大人民币升值压力。

一、热钱流入与人民币升值之间的亲缘关系

热钱流入与人民币升值犹如一对夫妻，彼此都影响着对方，同时彼此又受到对方的影响，具体表现在：一方面，人民币的升值预期将诱导更多的热钱流入我国境内进行套汇，而另一方面，随着热钱流入的数量增多，人民币将面临更大的升值压力。

（一）人民币升值预期诱导热钱大量流入

自2005年7月21日人民币汇率制度改革以来，人民币兑美元累计升值已超过20%。在人民币不断升值的同时，美元持续走软。再加上人民币升值期间，我国存贷款基准利率也在不断提高，而美元在不断的降息，人民币一年期存款利率已于2008年1月22日从低于美元基准利率转为高于美元基准利率。在利差和汇差的吸引下，国际热钱通过各种途径争先恐后地进入中国。

① 注：本文所说人民币升值、人民币汇率主要是指人民币对美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

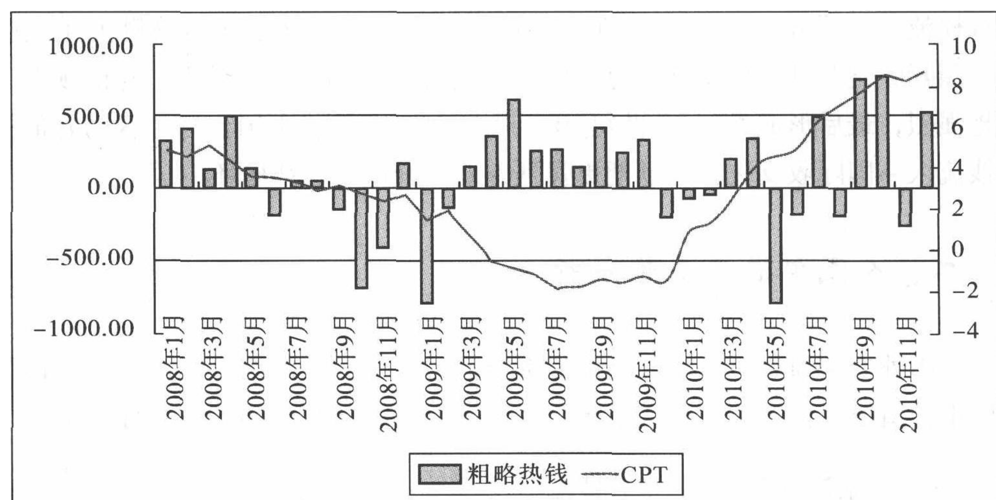


图 5.3　2009 年 8 月 28 日至 2011 年 3 月 8 日人民币对美元汇率周线图走势①

（二）热钱流入加大人民币升值压力

由于在我国境内人民币是唯一合法的流通货币，大量国际热钱并将兑换成人民币之后进入我国境内，这样必将造成两方面的影响，一方面直接促使国际市场对人民币的需求量增加，人民币在国际金融市场上供不应求，根据供求定理，这样人民币价格上涨及人民币升值是必然结果；另一方面，大量热钱进来后势必造成我国外汇储备的虚高，而外汇储备作为维持汇率稳定的关键因素，其不稳定必然会产生汇率波动，影响汇率稳定。不灵活的汇率机制使人民币的升值产生强烈的预期：“预期升值—本币升值以—进一步预期升值—本币继续升值”会形成一个恶性本币升值周期。即使只是小幅的上扬，也会刺激投机者对人民币升值的更进一步预期，刺激更多的热钱流入人民币市场套利。如果没有足够反向预期产生，同方向的预期就会逐渐积累，一直到预期自我实现，甚至产生过度反应，导致泡沫破灭。

总之，热钱流入与人民币升值不是单纯的单向因果关系，而是呈非常强烈的互为因果关系。从表面上看，我国允许人民币升值的目的之一是想减少贸易顺差和国际收支顺差。但由于升值导致单边预期强烈，导致热钱通过种种渠道

① 资料来源：新浪财经—外汇，2011－03－08。
http：//finance. sina. com. cn/money/forex/hq/USDCNY. shtml

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大规模流入，因此，人民币升值的实际效果反而使名义上的贸易顺差不断扩大，国际收支和外汇储备规模急剧增加，境内流动性越来越泛滥，升值预期越来越强烈，最后形成类似20世纪80年代日本、90年代中国台湾地区的升值→热钱流入→国际收支失衡→预期更强烈→继续升值的恶性循环。

二、人民币汇率走势分析

国内外专家通过对影响人民币汇率变动的几个因素的综合考虑，普遍认为人民币升值压力依然很大，未来一年来人民币升值幅度有可能会达到10%。

（一）影响汇率变动的因素有哪些?

人民币汇率走势是由宏观基本面、央行的干预、市场预期、美元币值和制度因素等多种影响因素共同作用下的结果。除了前文所分析的热钱这个因素之外，还有哪些因素影响人民币汇率的走势呢?笔者根据收集的材料将其概括如下①：

（1）国际收支的变化。国际收支变化是决定人民币汇率的重要因素，它反映了外汇市场供给变化对人民币汇率的影响。如果国际收支盈余，外汇市场外币供给将增加，外币将贬值，人民币将升值；如果国际收支恶化外汇供给将下降，人民币会面临贬值压力。长期以来我国的贸易项目和资本项目双顺差，人民币也保持升值的趋势。若我国国际收支盈余下降，人民币升值压力将变缓，汇率双向变动可能性会增加。

（2）央行的干预影响。外汇市场的参与者除了买卖双方，还有央行的干预，它是市场最大的参与者，能够影响汇率的走势。在人民币升值的情况下，为了控制人民币快速升值、稳定汇率，央行需要在外汇市场上买进外汇投入本币。买入的外汇越多干预的力量就越大，这也反映在外汇储备的增量上，若外汇储备增加得越多，央行干预的力度可能就越大。

（3）公众的预期。若公众预期人民币汇率继续升值，公众会减少持有外汇，尽快结汇以减少人民币升值带来的损失，人民币升值的压力会加大，升值步伐也会加快。若公众预期人民币汇率会贬值，则更愿意持有外汇形成外汇

① 参考资料：陆前进，影响人民币汇率走势的七大因素［N]，证券时报，2008-08-21。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存款。

（4）通货膨胀的变化。根据国际贸易中的一价定律，若我国的通货膨胀率相对美国的通货膨胀率上升，人民币的相对币值也就是说其购买力在下降，人民币升值的压力将缓解。相反若美国的通货膨胀率高于中国的通货膨胀率，则美元的币值在下降，人民币的币值相对上升，人民币会有升值的压力。

（5）美元币值的变化。人民币对美元的汇率是人民币币值对美元币值之比，它反映了当期人民币和美元的购买力之比。在一定的名义汇率水平下，若美元币值下降，人民币币值就相对上升，人民币升值压力就大；若美元币值上升，人民币币值就相对下降，人民币升值压力将下降。

（6）人民币对非美元货币汇率的影响。人民币除了对美元汇率以外，还有对欧元、日元和英镑等汇率。人民币对美元升值，并不意味着人民币对欧元、日元和英镑等货币升值，如以前随着美元走软，人民币对美元升值，但人民币对欧元和日元等货币贬值；而最近随着美元走强，人民币对美元贬值，但人民币对欧元、日元和英镑等货币却快速升值。这主要是由于人民币和非美货币之间的汇率是由人民币和美元之间汇率及美元和这些货币在国际金融市场上的汇率套算而来的；因此若美元对欧元、日元等货币升值，那么若人民币对美元升值，对其他货币升值的幅度就更大；若人民币对美元贬值，同时美元对欧元、日元和英镑等货币升值幅度大于人民币对美元的贬值幅度，则人民币对欧元、日元和英镑等货币升值；若美元对欧元、日元和英镑等货币升值幅度小于人民币对美元的贬值幅度，则人民币对欧元、日元和英镑等货币贬值。

（二）人民币升值压力依然很大

综合以上六种因素及国际热钱的大量流入，我们可以得出结论：人民币升值压力依然很大。这种观点，在国内外学术界也普遍得到认同。2011 年年初，不少研究机构纷纷大胆上调人民币汇率升值预测幅度最高或超 6%。

渣打银行在其最新报告中也预计人民币升值步伐将加快，并将此前预计的人民币兑美元 2011 年全年升值幅度由 4%～5% 上调到 6%。瑞银证券首席经济学家汪涛认为称，在 2010 年人民币兑美元升值 3% 后，预计 2011 年人民币将在不断上升的国际压力的推动下升值 6%，到 2011 年底时人民币对美元汇率将达到 6.2；国际清算银行测算，2010 年人民币实际有效汇率基本稳定，但汇改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

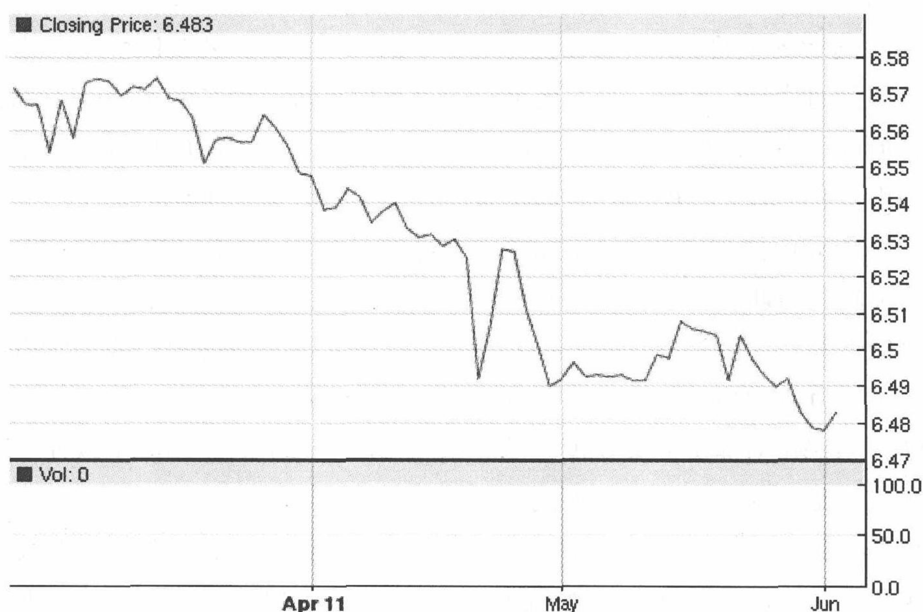


图 5.4　2011 年 3 月至 6 月人民币对美元汇率走势

重启以来因美元走弱而略有下降。预计 2011 年人民币实际有效汇率将恢复温和上行，在美元继续走弱的情况下，人民币对美元汇率至年底可升至 1 美元兑 6.35 元左右，全年升值 4% 左右①。金融大鳄索罗斯更是放出话来认为：人民币至少要升值 10%。

三、人民币升值将给我国经济带来什么影响

上文我们已分析，人民升值与热钱流入之间密不可分的血缘关系。下文我们将从人民币升值将会给我国经济带来哪些影响，以达到从侧面反映热钱对我国经济社会有何影响的目的。

我们不能简简单单的用好或者不好来形容人民币升值对我国经济的影响，因为人民币升值在给我们带来降低我们出口企业利润、增加我国就业压力等不利影响的同时，也为我们带来了有利于减少因出口过大而过多地消耗国内资源

① 数据来源：傅苏颖，2011 年人民币汇率政策“新路线图”［N］，证券日报 2011 - 01 - 13。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和污染国内环境问题、增加进口等有利影响。具体的有利影响和不利影响我们概括为8大有利影响、5大不利影响：

（一）有利影响

人民币升值对我国经济社会产生8大有利影响主要表现如下：

（1）有利于降低出口，减少因出口过大而过多地消耗国内资源和污染国内环境问题，进而改变我国作为世界工厂的打工地位。这主要是因为人民币升值有利于建立一种倒逼机制，人民币升值利润空间下降，从迫使那些以牺牲国内资源及环境为代价的劳动密集型低附加值出口企业转型，从生产出口低附加值的消费品转向生产高附加值科技产品，进而促进我国产业结构升级。作为我们最大的出口大省，广东已开始这方面的实践，如“腾笼换鸟”等政策的出台。

（2）有利于增加进口，优化开放环境。人民币升值，购买力上升，同样的一笔钱，升值之后可以从国际市场上购买更多的商品，也就相当于国际上商品价格与以前相比下降了，从而有利于我国企业从国外进口资源性产品和高技术产品，以解国内之短缺，提高生产效率。

（3）有利于推进国内经济转型，加快经济发展方式转变。人民币升值有利于进口不利于出口，人民币升值过后必将引起出口下降，进口增多，进而有利于推动国内经济尽快从依赖出口拉动转向扩大内需上来，加快经济转型。

（4）有利于优化中国发展的国际环境，减少因人民币汇率过低而引起世界多国贸易逆差问题。随着我国贸易顺差的持续存在以及外汇储备的持续增长，不光是美国、欧盟等发达国家和地区对我国汇率发难，就连金砖四国中的三个“砖友”：巴西、印度、俄罗斯三国也因本国的贸易逆差问题而呼吁人民币升值。因人民币汇率问题引发的贸易摩擦和反补贴、反倾销的诉讼制裁严重影响了中国发展的国际环境，而人民币小幅升值这些矛盾和问题就可以得到一定的缓解。

（5）人民币升值后增大了币值含金量。从而可以提高人民币的国际信誉，扩大人民币的结算范围，有利于人民币走向世界，加快了人民币国际化的历程，人民币逐步变成世界性货币之后，将与美元、欧元、日元等平分秋色，也只有做到这些，中国才能真正强大起来，加快走向世界第一经济大国的进程。

（6）人民币升值后有利于减少外贸顺差和外汇储备过高的压力。根据中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人民银行公布的数据显示，2011 年 3 月底我国外汇储备突破 3 万亿元，达到 3.045 万亿美元。这么多的外汇储备我们应该如何管理？稍有不慎都将给我们财富带来损失，增加了外汇管理的难度，比如针对购买美国国债，我们就曾出现了两难的困境。人民币升值可以减少外汇管理上的难度和风险。

（7）人民币升值后，有利于我国企业走出家门走向世界，到国外投资建厂和重组兼并，增大我国的资本输出和投资实力。

（8）人民币升值后有利于我国民众到国外旅游、购物，也有利于降低我国学子去国外留学的成本，进而将会促使我国更多的人去国外学习和创业。

（二）不利影响

世间有许多双刃剑，从我国经济发展的角度来说，人民币升值就是其中一个，人民币升值在促进我国经济发展的同时也给我们经济发展带来了许多不利影响。下文主要选取这些不利影响中的 5 个加以说明：

（1）人民币升值首先将对我国出口企业特别是劳动密集型企业造成冲击。众所周知，我国出口的产品主要集中在劳动密集型的低附加值产品上，另外在国际市场上，我国出口的这些劳动密集型低附加值产品的出口价格远低于别国同类产品价格。我国企业之所以敢和其他国家打价格战，主要归结于我国低廉的劳动力价格，以及由于激烈的国内竞争，使得出口企业不惜血本，竞相采用低价销售的策略。人民币一旦升值，为维持同样的人民币价格底线，用外币表示的我国出口产品价格将有所提高，这会削弱其价格竞争力；而要使出口产品的外币价格不变，则势必挤压出口企业的利润空间，这不能不对出口企业特别是劳动密集型企业造成冲击。

（2）不利于我国引进外资来我国投资。我国是世界上引进境外直接投资最多的国家，并且外资企业在我国工业、农业、服务业等各个领域发挥着日益明显的作用，对促进技术进步、增加劳动就业、扩大出口，从而对促进整个国民经济的发展产生着不可忽视的影响。人民币升值后，虽然对已在中国投资的外商不会产生实质性影响，但是对即将前来中国投资的外商会产生不利影响，因为这会使他们的投资成本上升。在这种情况下，他们可能会将投资转向其他发展中国家。

（3）加大我国就业压力。如以上两点所述，人民币升值将对我国出口企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和境外直接投资产生不利影响，这些不利影响最终将体现在就业上。因为我国出口的产品大部分是劳动密集型产品，出口受阻必然会导致企业的效益下降，以致迫使企业裁员甚至关门，加大了我国就业压力；另外，根据数据显示外资企业是提供新增就业岗位最多的部门之一，外资增长放缓，新增就业岗位的速度也将放缓，进而使国内就业形势更为严峻。

（4）人民币升值将会影响我国金融市场的稳定。人民币如果升值，大量境外短期投机资金即热钱就会乘虚而入，大肆炒作人民币汇率。在中国金融市场发育还很不健全的情况下，这很容易引发金融货币危机。另外，人民币升值会使以美元衡量的银行现有不良资产的实际金额进一步上升，不利于整个银行业的改革和负债结构调整。

（5）人民币升值将使我国巨额外汇储备面临缩水的威胁。截止 2011 年 3 月底，我国的外汇储备已突破 3 万亿达到 3.045 万亿美元，居世界第一位。充足的外汇储备是我国经济实力不断增强、对外开放水平日益提高的重要标志，也是我们促进国内经济发展、参与对外经济活动的有力保证。然而，一旦人民币升值，巨额外汇储备便面临缩水的威胁。假如人民币兑美元等主要可兑换货币升值 10%，则我国的外汇储备便缩水 10%。这是我们不得不面对的严峻问题。

第三节　热钱与金融体系稳定的不解之缘

近几年来，大量境外热钱通过各种方式纷纷流入我国资本市场，其最终目标是获取高额利润。大量境外热钱的异常流动将会对我国金融体系的稳定产生很大冲击。2008 年以来，在人民币面临进一步升值压力以及国内外利差加大的形势下，境外热钱流入有愈演愈烈的趋势，如果这种现象持续不断地延续下去，将不仅会增大我国货币政策的实施成本，削弱其效果，严重时很有可能会加剧金融市场的波动，甚至危及金融体系安全。1992 年的欧洲货币体系危机、1994 年的墨西哥金融危机、1997 年的东南亚金融危机、1999 年的巴西金融危机、2001 年的阿根廷危机以及 2008 年的环球金融危机都在一定程度上验证了这种结论，热钱与金融体系的稳定有着深深的不解之缘。这种不解之缘可以从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

热钱如何干预我国货币政策的有效性、如何干扰我国金融市场的稳定等方面来解释。

一、境外热钱干预了我国货币政策的有效性

为了更加容易理解热钱干预我国货币政策有效性会给我们带来什么样的不良影响，在诉说热钱如何干预之前，我们先来了解一下货币政策。

（一）货币政策的作用、措施及最终目标

货币政策英文为 Monetary Policy，是指政府或中央银行为影响经济活动所采取的措施，尤指控制货币供给以及调控利率的方针和措施的总称。货币政策的性质即中央银行控制货币供应，以及货币、产出和通货膨胀三者之间联系的方式，是宏观经济学中最吸引人、最重要、也最富争议的领域之一。

一国政府为实现他们的宏观经济目标可以采用多种政策工具来实现，其中货币政策由中央银行执行，它通过影响货币供给来达到实现宏观经济目标的目的。

1. 货币政策有哪些作用

作为国家宏观调控的一种重要政策工具，货币政策的作用主要表现在如下几个方面：

（1）通过调控货币供应总量来保持社会总供给与总需求的平衡。

货币政策可通过调控货币供应量达到对社会总需求和总供给两方面的调节，最终实现经济市场的均衡。具体可以进行如下操作：当总需求膨胀导致供求失衡时，通过控制货币量以达到对总需求的抑制；当总需求不足时，通过增力货币供应量，提高社会总需求，使经济继续发展。另外，货币供给的增加还有利于贷款利率的降低，进而减少投资成本，刺激投资增长和生产扩大，从而增加社会总供给；相反，货币供给的减少将促使贷款利率上升，从而抑制社会总供给的增加。

（2）通过调控利率和货币总量控制通货膨胀，保持物价总水平的稳定。

无论通货膨胀的形成原因多么复杂，从总量上看，都表现为流通中的货币超过社会在不变价格下所能提供的商品和劳务总量。提高利率可使现有货币购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买力推迟，减少当期社会需求，同时也使银行贷款需求减少；降低利率的作用则相反。中央银行还可以通过金融市场直接调控货币供应量。

（3）调节国民收入中消费与储蓄的比例。

货币政策通过对利率的调节能够影响人们的消费倾向和储蓄倾向。利率低人们就不愿将钱储蓄起来，而是拿来消费，从而达到鼓励消费的目的；相反，利率高时，有利于吸收储蓄抑制消费。

（4）引导储蓄向投资的转化并实现资源的合理配置。

储蓄是投资的来源，但储蓄不能自动转化为投资，是一种间接投资，储蓄向投资的转化依赖于一定的市场条件。货币政策可以通过利率的变化影响投资成本和投资的边际效率，提高储蓄转化的比重，并通过金融市场有效运作实现资源的合理配置。

2. 货币政策的最终目标是什么

货币政策的最终目标，指中央银行组织和调节货币流通的出发点和归宿，它反映了社会经济对货币政策的客观要求。

货币政策的最终目标，一般有四个：稳定物价、实现充分就业、促进经济增长和平衡国际收支。但需指出的是我国的货币政策目标仅仅有保持货币币值稳定和促进经济增长。《中国人民银行法》第3条规定，中国人民银行的“货币政策目标是保持货币币值稳定，并以此促进经济增长”。

3. 央行采取哪些工具来达到货币政策目标呢?

货币政策出台后往往需要借助一定工具才能达到其最终目标，那么有哪些工具可以被拿来用呢?

一般来说，这些工具（即货币工具）可以分为一般性货币政策工具和选择性的货币政策工具。前者是指各国中央银行普遍在用或者经济运用的货币政策工具，这些工具一般是指法定存款准备金制度、再贴现政策以及公开市场操作，由于经常使用，因此这三个工具也被称为货币政策的“三大法宝”。选择性的货币政策工具主要包括消费信用控制、证券市场信用控制、不动产信用控制、信贷配给、道义劝告以及窗口指导等。

（二）热钱是怎样干扰我国货币政策的呢?

国外热钱大量涌入，加上市场投机的博弈，在给中国造成通货膨胀压力的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，也给中国的货币政策选择造成了无法克服的困难。具体表现在以下四个方面：

1. 迫使利率政策的选择陷于两难

为了克服国内投资过度，引发通货膨胀和投机过度拉高房地产价格，中国需要采取提高利率的政策。但在美国量化货币政策导致银行流动性泛滥和存在人民币升值预期的条件下，提高中国市场的利率水平，就只能收到相反的效果。因为高息和升值预期必然吸引更多的外汇热钱涌入，迫使人民银行为了稳定汇率而不得不买入更多的外汇，被迫通过外汇占款的渠道向市场投放更多的货币，存入商业银行之后转化为更多的投资贷款，为物价上涨和低水平投资扩张继续助力。因为美国和日本都是零利率的政策，外国银行和机构个人都可以很容易地借到低成本的资金，变成热钱进入中国。只要兑换成人民币存入中国境内银行，就可以很安稳地赚取息差了。而且中国的利率水平越高，与美国和日本的利差越大，就更容易吸引热钱的流入。

周小川 2011 年 3 月 11 日在十一届全国人大四次会议新闻中心举行主题为“货币政策及金融问题”记者会说，在国民经济应对全球经济危机成功复苏后，通货膨胀也有所提高，在这种情况下，利率政策肯定会是一个需要运用的重要工具。任何金融政策工具都可能有负面的影响，可能会使资本流入有所加大。但是，因为中国资本项目还没有完全放开，还是有管理的。因此我们还是有一些手段来管理资本流动的。有些国家可能没有资本项目的管制，但是即便在这种情况下，货币政策的运用也是要进行利弊权衡的，如果经过比较权衡后，利大于弊，那还是需要使用的。在当前来讲，利率政策还是一个重点需要使用的一项工具。

2. 迫使人民币的汇率决策更加困难

一方面是出口商品的利润已经摊得很薄，人民币升值会降低出口商品的国际竞争力，导致很多出口商的破产。为了保护出口，需要采取人民币贬值或者至少不能升值的选择。但是另一方面，美元贬值导致国际原油价格和大宗商品价格高涨，中国现在对进口原油和进口农产品已经有了很大的依赖，为了降低进口成本和克服成本推动的通货膨胀，就需要加快人民币的对外升值。这两方面难以权衡。与此同时，外汇储备的管理也变得越来越困难。随着外汇储备的盘子不断膨胀，外汇资产的货币风险和汇率风险，以及外汇管理的道德风险都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会随之加大，超过目前政府监管体系的风险防范技术力量。此外，随着一次又一次的美元贬值，带动其他国家储备货币的相继贬值，中国外汇储备的折价损失也在不断增大。

3. 削弱货币政策的实施效果，不利于宏观调控目标的实现

货币政策的最终目标概括起来就是稳定币值和促进经济发展。但是，从理论上看，境外热钱流动与货币政策方向和目标往往不一致。

当我国经济过热时，央行将采取提高利率、减少基础货币投放的紧缩性货币政策。但是央行提高利率之后将吸引大量的境外热钱流入，从而推动资本市场的资产价格上涨，使得公众对前景持乐观态度，刺激消费和投资支出进一步增加，货币流动速度加快，反过来进一步加大通货膨胀压力。另一方面，境外热钱流入形成外汇占款额增加，外汇储备的增长也会带来的通货膨胀压力。为了缓解外汇储备增长而带来的通货膨胀压力，央行不得不加大力度进行冲销操作来阻止货币供给的增加；但这又会造成信贷收缩，增大人民币利率上升的压力；反过来又促使境外热钱流入，最终央行被迫增加货币供给，产生“火上浇油”的相反效果。同理，当我国经济运行低迷时，央行采取的扩张性货币政策效果也将大打折扣。

由于我国对利率的调控完全是针对经济内部失衡或为改变国有企业利息负担的，当国内出现贸易顺差时，不能及时调节短期利率及控制包括热钱在内的国际短期资本流入，以弥补贸易差额，货币政策无法主动出击，宏观调控目标无法顺利实现。2001 年以来，非银行部门结售汇总额占 GDP 比重总体呈上升态势，由 2001 年的 28% 升至 2008 年的 45%，国际金融危机期间有所下降，2010 年反弹至 38%，较 2001 年上升 10 个百分点。由于企业、个人等在银行办理的结汇业务规模持续高于售汇业务，由此形成结售汇顺差，2007 年最高接近 5000 亿美元，2009 年大幅减少，2010 年又回升至近 4000 亿美元。[①] 如此大的顺差进一步增加了央行在货币投放方面和通货膨胀的压力。再如，2004 年 10 月 29 日，央行为了抑制房价，宣布加息，却吸引了更多“热钱”，流入助推房价。

---

① 数据来源：国家外汇管理局国际收支分析小组．《2010 年中国跨境资金流动监测报告》，2011－02－17。

http：//www. safe. gov. cn/model_ safe/news/new_ detail. jsp？ ID＝111300000000000000，1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 增大央行实施货币政策的成本，加大了宏观调控的难度

现金的流动性最强，最方便择时而动、随时撤离，为套利而进出我国的大量短期资本造成国内货币供应量起伏不定，增大央行货币政策的调控成本，同时加大了宏观调控的难度。

境外热钱流入中国大陆，加大人民币升值压力，为保持汇率稳定，央行必须购买交易市场上溢出的外汇，在外汇管理局账目上的对应反映就是外汇占款。外汇占款的增加一方面增加了央行实施货币政策的成本；另一方而直接增加了基础货币供应量，加大宏观调控难度。因为热钱进入国家外汇储备越多，人民币的投放增长就越快。在货币乘数的作用下，市场上的货币供给量大大增加。

境外热钱具有隐蔽性、高流动性和不稳定性的特点。境外热钱的隐蔽性使外汇指定银行和央行难以区分所结售外汇的性质，难以采取针对性的举措加强对结售外汇的监管。另一方而，由于境外热钱的流动性、不稳定性，决定其撤离境内时间短。而央行实行的货币政策生效时间却比较长。当国际金融环境发生变化，国外相对我国有更大的预期收益时，境外热钱很可能突然调转方向撤出国内，使得央行对热钱所作的调控措施在尚未产生效果前失效。由此可见，境外热钱增大了货币政策实行的难度。

二、境外热钱已成为我国金融市场的危险分子

金融市场是指资金供应者和资金需求者双方通过信用工具进行交易而融通资金的市场，广而言之，是实现货币借贷和资金融通、办理各种票据和有价证券交易活动的市场。境外热钱的大量流入给我国正常运行的金融市场带来危机。

（一）境外热钱加剧我国金融市场的波动

为了更加简单易懂的理解热钱如何加剧我国金融市场的波动，我们先来认识一下双缺口模型。

1. 双缺口模型是个什么东西

“双缺口”是指储蓄缺口和外汇缺口。它的理论基础是凯恩斯（JohnMay-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

nardKeynes，1936）的国民收入理论，即国民收入、总需求和总供给恒等。

$$Y = C + I + G + X - M$$

$$Y = C + S + T$$

其中，Y 表示国民收入；I 表示国内投资；G 表示政府支出；X 表示出口；M 表示进口；S 表示国民储蓄；T 表示税收。政府支出等于政府收入即 $G = T$ 时，$I + X - M = S$，即 $M - X = I - S$

假如 $I > S$，一国储蓄不能满足经济发展的投资需要时，会导致进口增加，外汇支出增加。双缺口模型认为，发展中国家往往储蓄不足，国内的资本积累不能满足经济发展的需要，存在着资本（储蓄）的缺口。同时由于进口大于出口，又存在着购买先进技术和机器设备的外汇缺口。

2. 境外热钱与中国的双缺口悖论

按照双缺口模型，一国（特别是发展中国家）的国内投资需求可以从国内储蓄和国外储蓄两个方面来满足，所以我国只有在国内储蓄满足不了投资需求时才需要吸引外资流入。但是我国在储蓄大量过剩的情况下依然大量引进外资，即出现了双缺口悖论。由 $M - X = I - S$ 可知，当 $S > I$ 时，会有 $X > M$，即储蓄过多会导致贸易顺差。近几年，中国经常项目顺差突飞猛进，黎友焕（2007）认为，在境外热钱的流入渠道中，贸易渠道是境内热钱的最大来源，所以巨大的经常项目顺差中可能有很大一部分是境外热钱；同时，经常项目和资本与金融项目产生的大量顺差会加大人民币的投放量，进一步加剧市场流动性过剩。如表所示，M2/GDP 的数值呈现逐渐增加的趋势，并且数值都远大于 1，表明货币的投放增长率大于经济的增长率，说明市场的流动性越来越大。

表 5.2　2000－2010 年年各层次货币供应量增速及 M2 与 GDP 的比值

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	20092	2010
M2 增长率（%）	12.3	17.6	16.8	19.6	14.7	17.6	16.9	16.73	17.79	27.58	18.94
M1 增长率（%）	16	12.7	16.8	18.7	13.6	11.8	17.5	21.02	8.98	32.36	20.4
名义 GDP 增长率（%）	10.6	10.5	9.7	12.9	17.7	14.5	14.4	11.4	9.6	8.7	10.3
M2/GDP	1.357	1.444	1.537	1.629	1.589	1.632	1.65	1.636	1.513	1.808	1.823

数据来源：中国人民银行 http：//www.pbc.gov.cn/publish/diaochatongjisi/

中国国家统计局 http：//www.stats.gov.cn/tjgb/

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境外热钱假借各种渠道流入境内逐利有两个合理的选择方向，就会通过这两种方式影响金融体系的流动性：一是进入商业银行，追求利率和人民币升值的好处，形成中国商业银行的外汇占款，加剧商业银行的流动性过剩；二是进入中国的楼市与股市，追逐金融资产的高利润，增加楼市股市的流动性。所以热钱流入无疑进一步加剧了中国经济的流动性过剩现象。但反过来，流动性过剩会提高金融资产价格，资产的良好预期又会吸引热钱的不断进入。所以热钱与流动性过剩是相互影响的，处理不好可能会造成恶性循环，加剧金融市场的波动。

（二）境外热钱威胁我国金融市场的安全

金融市场安全（徐海宁，2001）[①] 是指一国金融利益不受侵犯，金融市场体系的正常运转不受破坏和威胁，且能抵御各种金融风险对其的侵害。反之，当一国金融利益受到侵犯，金融市场体系不能正常运转，而对各种各样的金融风险毫无抵抗能力，就是金融不安全。

从1992年的欧洲货币体系危机、1994—1995年的墨西哥危机到1997—1998年的亚洲金融危机，再蔓延到巴西危机、2000年的阿根廷危机以及2008年的全球经济危机，虽然每次危机表现形式不同，但热钱均在其中扮演了重要的角色，对当地的资本市场、银行体系、汇率制度以及货币政策产生了巨大影响。特别是1997年的东南亚金融危机，大量热钱的快速流动对许多东南亚国家和地区的金融产生了灾难性的影响。

对于正处在改革开放进程中的我国来说，金融市场对外开放的进程越来越快，在新的国际金融运行体系和大规模的境外热钱的冲击下，我国也不例外地会而对各种金融风险的不确定性。大规模的热钱进入，长远来看会加大投资风险，加大货币政策调控的难度，限制利率政策的运用，并且可能干扰正常的跨境贸易人民币结算业务，从而影响金融体制改革进程，甚至影响人民币的国际化进程。剧烈的热钱投机风潮会导致金融市场和经济的波动，在某些情况下还会引发金融危机。另外，热钱还可能影响我国短期外债，通过负向财富效应影响居民消费和降低企业的股权价值等。理论与实证研究都表明（龚成威，

① 徐海宁．加入WTO后引进外资与国家经济安全研究［D］．上海对外贸易学院硕士学位论文，2001。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010）大规模热钱的流入与国内汇率、利率、货币供给以及通货膨胀都有着显著的影响关系。

20 世纪 80 年代以来，随着科技进步和金融全球化进程的推进，世界范围内的金融创新活动空前活跃，新的衍生金融工具和金融产品层出不穷，技术日益复杂，虚拟资本急剧扩张，特别是国际金融投机资金跨国流动的加速，形成了独立于各主权国家金融监管范围之外的新的国际金融运行体系。这个金融体系使金融风险有了更大的不确定性，同时也有了更强的扩散性、隐蔽性和突发性。以对冲基金为例，影响我国金融安全的主要方式（但不限于此），如下图

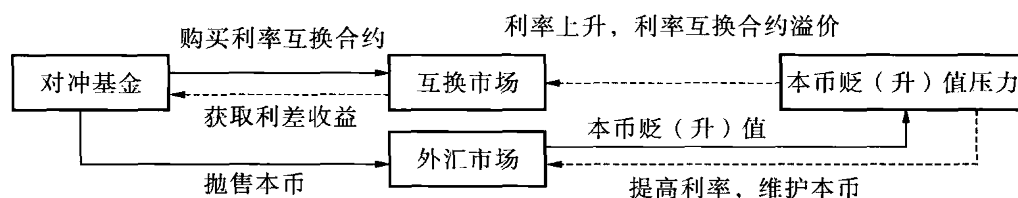


图 5.4　利用中央银行干预在互换市场的投机

当本币贬值时，中央银行为了稳定币值，或者运用外汇储备，或者提高利率以抬高投机冲击的借款成本。但运用外汇储备是有机会成本的，如果投机者预期利率大幅上升，可以直接利用利率互换合约投机获利。投机者购入利率互换合约，如固定利率对浮动利率互换合约，投机者以固定利率支付利息，以浮动利率收取利息。由于投机者在外汇市场的抛售打压和中央银行的干预，如果市场利率如投机者所料大幅上升，则投机者以浮动利率收取的利息就会高于以固定利率支付的利息，所持有的此类利率互换合约也会溢价。其实在亚洲金融危机中，很大程度上对冲基金正是利用如此手段获取巨额收益，并危害当地金融安全。①

三、热钱对其他金融领域的渗透

除以上描述，热钱大量入境不仅干扰我国货币政策的有效性还威胁我国金

① 黎友焕，龚成威，郭文美．境外热钱对中国金融体系的影响及对策［J］．云南财经大学学报，2010 年第 6 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融市场的安全之外，热钱流入影响我国金融体系稳定还表现在干扰金融体制改革的进程、加剧银行操作风险等方面。

（一）金融体制改革的进程有可能遭到干扰

金融体制改革的进程有可能遭到干扰表现在如下几点：首先，在境外热钱投向股市和楼市的明确诱导下，国内30万亿元之多的流动性过剩会迅速跟进，推动股市和楼市价格虚高不下。一旦资本市场泡沫破灭，无疑将重挫我国正在稳步推进的金融体制改革进程。其次，中央银行控制货币总量，必然会减少投入到实际经济部门的货币供给，致使企业的生产资金不足，从而形成虚拟经济泡沫和实体经济紧缩共存的畸形经济结构，进一步恶化实体经济与虚拟经济的比例，削弱企业的还贷能力，从而加深金融体系的信用危机。再次，目前我国金融企业的经营模式雷同，同质化、低水平竞争普遍，防范风险和化解危机的能力十分不足，但国有商业银行上市的成功和股价的飞涨，很容易使商业银行本身产生一种经营水平和创新能力提升的“幻觉”，从而忽视了金融体制内部更深层次的问题。

（二）热钱流入加剧了银行的操作风险

现在，我国金融机构的风险管理信息系统还不健全，不能实现全程监控和及时暴露、报告和控制各类风险。大多数金融机构的分支机构的改革明显滞后于总部，基层机构违法、违规现象还比较严重。在境外热钱通过地下钱庄流入国内的过程中，一些地方上的基层银行为争取经营业绩，主动用多个身份证把一笔热钱分做成几笔存入，使热钱逃避监管。这种操作上的风险在热钱大规模出逃时自然就转化为银行风险。另外，在股指不断攀高、楼市居高不下的行情下，国内的股民、居民或抵押贷款炒股，或贷款购买多套房屋，一旦股市与房地产泡沫破灭，社会风险也就转化为银行风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6 第六章

我们如何从血腥的“金融鳄鱼”嘴下逃生——打响热钱狙击战

近年来，随着我国外汇储备的增加、人民币的升值、房地产价格的攀升、股市的波动、通货膨胀的产生等现象的出现，热钱吸引了越来越多人的眼球，如今已演化成为社会热点话题之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

热钱之所以受到密切关注，是因为热钱的进出将会影响一个国家的国际收支和汇率，而且热钱流动具有高度的波动性。其流入会造成一国资本项目顺差、外汇储备激增、本币大幅升值、流动性过剩以及资产市场行情火暴，而其流出则造成一国资本外逃（资本项目逆差）、外汇储备骤降、本币大幅贬值、流动性紧缩以及资产价格泡沫破灭等大难题。最令人不安的是热钱流动方向的突然逆转，通常会成为金融危机的导火索，英镑危机、墨西哥金融危机、东南亚金融危机、巴西金融危机等均是很好的例子。当下，加大力度狙击热钱已成为中国政府必须也是亟待完成的任务。

第一节　国际热钱流动的新趋势

金融危机过后，世界各国为了促使本国的经济尽快从危机中恢复过来，纷纷采取了不同的救济措施。世界经济格局也在这次危机中发生了变化，在这种大的国际形势背景下，国际热钱的流动也发生了新的变化。

一、当前的国际金融形势

2007 年 8 月，美国次贷危机全面爆发并迅速演变成了一场全球性金融危机，迅速扩散蔓延，导致全球股市大幅下跌，欧洲、日本的银行、金融机构相继陷入困境。整个全球金融流动性不断减弱，发达国家的金融体系基本上不能正常运转，完全处在冻结状态。

2009 年，美国为应对汹涌而来的金融危机，采取了大规模的财政投入措施，挽救陷入严重困境的金融机构和大企业。进入 2010 年，为了积极促进国内投资和增加就业，加快经济的复苏，美国退出财政手段的政策运用，改由中央银行实施量化货币的政策选择。美国的量化货币政策，归结起来有三个基本内容：一是继续坚持低利率的政策，保持 0.25% 以下的联邦基金低利率水平不变，同时发行与通货膨胀挂钩利率为负的长期国债，压低长期市场利率。二是增加央行（美联储）的信贷供给，补充商业银行的准备金，促进商业银行扩张

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信贷，增加投资，改善收入。三是实行美元持续贬值的措施，刺激出口，减少进口，改善国际收支。美元贬值导致国际货币体系发生混乱，引发一系列竞争性的货币贬值，并给以美元充当外汇储备的国家造成外汇贬值的巨额损失。与此同时，2010 年整个欧盟都受到债务危机困扰。伴随德国等欧元区的龙头国都开始感受到危机的影响，因为欧元大幅下跌，加上欧洲股市暴挫，整个欧元区正面对成立 11 年以来最严峻的考验，为摆脱这种危机，欧洲各国也纷纷实施宽松的货币政策。2010 年伴随美元和欧元的大幅度贬值，日元也做了贬值的调整，世界三大储备货币一起贬值，给人民币造成了被动升值的压力。

进入 2011 年，国际经济形势最突出的特点是：在美国、欧洲、日本银行系统恢复正常融资功能之前，量化宽松的货币政策不会退出，因其是对商业银行融资功能的部分替代。通过对美国、欧洲等发达经济体的货币信贷情况分析，我们可以发现，欧盟及美国在实施量化宽松货币政策的同时，其信贷同比也在急剧下降，商业银行不愿放贷，不再向社会增加货币供应，迫使欧洲央行以及美联储直接面向社会提供货币，大量基础货币的投放必将造成流动性泛滥。

二、更多的热钱将涌向新兴市场国家

另外，鉴于资本的逐利性，往往国际热钱寻找投机的目标地区一般需要具备以下四个方面的特性：

（1）目标地区的经济处于良好的增长势头，有充足的财富，以保证热钱进入后有利可图。特别是在 2008 年金融危机爆发之后，热钱更热衷于预期恢复更快的目标，比如作为新兴发展中国家的我国；

（2）目标地的存款基准利率相对其他地区更高，存在正的利差，并且有进一步加息的预期；

（3）目标地货币相对其他货币有升值预习，特别是相对于如美元、欧元等世界性重要货币有升值，并且预期升值将会持续；

（4）目标地有包括房地产和股票等可炒作的对象。

随着金融危机后全球经济格局的变化，金融格局不可避免发生变化。既有的国际金融体系的稳定性和国际资本流动的有序性受到前所未有的挑战，而新的秩序和格局尚未完全确立。再加上以上四个特性，我们可以合理地判断，国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际热钱在后金融危机时代首选经济预期率先复苏的国家和地区。金融危机过后，与欧美等发达国家复苏路径和情况不同的是，以中国为代表的新兴发展中国家市场新呈现出新的经济增长特征，内需开始充当重要的增长引擎，经过一段时间的发展显示出了一派繁荣景象，尤其是股票市场以及房地产市场。通过一系列现象我们有理由相信从金融危机爆发以后的几年时间内，全球经济增长主要是依靠新兴市场。这些新兴市场有一些共同特征：一般是以发展中国家为主，经济正在起飞，国民所得正在成长，股市和房地产等资产价格正在上涨。不少新兴市场国家由于相较于他国更符合以上要件，都能吸引八方热钱进来。另外，近期迪拜债务危机使得之前徘徊在中东的资金也部分分流到中国、印度、巴西、俄罗斯等新兴市场来。宽松的货币政策为国际热钱提供了融资平台，由于西方主要国家央行的利率低，跨境逐利资本流向股市、房地产市场，有资产升值预期的新兴经济体资本市场成为过剩流动性资本的流入地。2010 年 11 月 19 日，财经网报道：摩根士丹利新兴市场指数 2009—2010 年 8 月间上涨了 83.19%，远超过摩根士丹利世界指数 34.15% 的涨幅，而摩根士丹利“金砖四国”指数表现更是格外亮眼，大涨 85.26%。在“金砖四国”股市中，2009 年至 2010 年 10 月 18 日，印度孟买 Sensex 指数上涨 102.88%，巴西圣保罗 IBOVESPA 指数上涨 78.49%，俄罗斯 RTS 指数上涨 152.36%，我国上证综指涨幅也达 57.13%。而同期的美国道琼斯工业平均指数仅上涨 22.45%。[①]同时，新兴经济体的工业化和城市化导致资产价格上涨，国际游资居间套利，新兴经济体缺乏弹性汇率制度，在应对国际热钱冲击时表现乏力。

2009 年 11 月 26 日出版的《环球时报》报道：“一年前还在美元统治的资产中寻求安全的投资者如今纷纷把资金塞入新兴市场，因为后者从全球衰退中反弹的速度明显快于美国、欧洲和日本。”中国工商银行董事长姜建清在博鳌亚洲论坛 2011 年年会期间表示“热钱进入新兴经济体将是一个长期现象，并且这种现象将成为常态。”国际货币基金组织 4 月 11 日发布的《世界经济展望》报告也发出警告，新兴市场国家正在积聚经济过热风险，持续不断的资本流入可能使其在金融稳定方面面临极大风险。以上事件表明，国际热钱在新兴经济体内的规模巨大，流动频繁。

除了投资地域的变化，热钱在投入领域方面也与之前稍有不同。2010 年年

① 王军：国际资本流动新趋势与资产泡沫．财经网，2010 年 11 月 19 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初，随着世界经济逐步复苏和各国金融市场趋于稳定，国际热钱就先于世界经济复苏而活跃起来，新兴市场国家的工业化和城市化导致资产价格上涨、国际大宗商品需求增长，为国际热钱提供了重要阵地。目前，原油、铁矿石等大宗商品价格逐渐趋于金融危机前的高位，国际热钱通过参与大宗商品期货市场的交易获益。另外，资产如股票、房地产这些热钱传统的喜好物的价格依然随着经济的复苏和热钱的进入而得到更有力的支撑。商务部 2011 年 3 月 15 日公布的数据显示：2011 年 1～2 月，我国实际使用外资金额 178.23 亿美元，同比增长 27.09%。根据国家统计局日前公布数据，1～2 月房地产利用外资 86 亿元，如此计算，其占总数近五成，正规的合法的资金都已大量投向房地产业，那些为了利润而大量涌入我国境内的热钱流入我国房地产市场的量应该也不会少。

许多国家甚至出现泡沫景象，如果热钱进入的目标国没能及时监控并及时采取措施，可能会形成一浪接一浪的疯狂泡沫，直到最后泡沫破灭。因此加强热钱的监管已成为新兴市场国家亟待解决的问题。

新闻链接：

媒体称 2011 年流入新兴市场热钱会更加汹涌

一个由主要金融机构组成的团体表示，2011 年流入新兴市场国家的资金将更加汹涌。流入中国和巴西的资金之和，将超过投资者从埃及撤出的资金。

由多家银行和金融机构组成的全球性协会——国际金融协会周三表示，已经将其对去年和今年新兴市场私人资金净流入的估计值分别上调 810 亿美元——2010 年达到 9900 亿美元，2011 年达到 1.041 万亿美元。随着全球经济复苏，中等收入国家的资金流入水平迅速回升，尽管 IIF 表示，未来几年内这股升势可能放缓。

IIF 宏观经济分析部副主任杰里米·劳森表示：“我们预计，由于新兴市场要抵御经济过热，近期内它们与成熟经济体之间的息差将会扩大，但随着成熟经济体的政策正常化加快，明年两者息差将会企稳。”

报告称，中东北非地区的资金流入情况呈现一派泾渭分明的景象。得益于高油价，石油出口型经济体的外来投资继续表现强劲。而埃及等国则由于政局动荡，造成资金出逃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新兴市场国家此前抱怨美国实行超宽松货币政策，导致资金涌入本国经济，可能会助长信贷过快增长。一些国家为此试行了资本管制措施，以防止本国汇率受到过大上升压力，破坏经济稳定。

（资料来源：媒体称今年流入新兴市场热钱会更加汹涌［N］，南方都市报，2011－06－03。）

三、作为新兴市场国家之一的中国未来将吸引更多热钱的流入

参加博鳌亚洲论坛2011年年会的专家学者普遍认为，由于许多西方国家采取量化宽松的货币政策，全球资本流动性异常活跃，作为新兴市场国家之一的我国，热钱大量流入的态势将继续扩大？根据外汇管局的算法，过去十年热钱年均流入近250亿美元，占同期外汇储备增量的9.0%，2010年外汇储备增量为4696亿美元，而博鳌论坛上经济学家们普遍认同2011年外汇储备增量将进一步提高，如果按照2011年外汇储备增量5000亿美元计，那么2011年我国热钱涌入规模将至少为450亿美元，另外，这还不包括一些未能有效纳入统计体系的国际异常资金？

2011年6月1日，国际金融学会在其最新发布的题为《新兴市场国家的资本流入》的报告中称，2011年全球资本将有10410亿美元流向新兴经济体，而作为新兴经济体的中国，是最大的国际资本净流入目的地，约占新兴经济体吸引资本总量的三成。从2008年以来，中国一直是国际资本最大的目的地，2010—2012年资本净流入都在2500亿美元上下，是巴西的近2倍，是印度的近3倍。热钱之所以选择中国作为最主要的目的地，原因可以归结如下：第一，本轮危机中，中国率先复苏，国际投资者因看好中国增加了对华投资；第二，人民币会继续升值的预期，使套利资本加速流入国内（包括内资企业以本币质押借用外币贷款的套利行为）；第三，内地信贷紧缩，最初的信贷控制集中在人民币贷款上，企业首先转向外币贷款，当外币贷无可贷、同时央行也开始转向涵盖了外币贷款的社会融资总量监控之后，企业就把筹资目光从内地转向了海外。

另外，中国工商银行董事长姜建清在博鳌论坛上分析指出，我国大规模跨境资金净流入与实体经济活动基本相符，我国正处于工业化进程不断深化的阶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段，劳动生产率不断提高，制造业生产能力和出口竞争力明显增强，国际产业和资本大量向我国转移？大规模跨境资金净流入也是我国国内经济不平衡的表现，储蓄大于投资导致经常项目大额顺差，国内金融服务滞后导致对外资过度依赖？中国人民银行行长周小川认为，跨境资金流动状况与我国经济周期存在一定的相关性，任何开放经济都有资本跨境流入流出的问题？而资本流动是顺周期性的：当经济处于上升周期时，生产和投资活跃，投资扩张往往需要大量资金，加之资本回报较高，跨境资金流入动力增强？规模上升；反之，生产和投资不振，则资本流入动力减弱？规模下降，甚至可能流出避险或寻找投资回报更高的地点？

中国投资公司董事长楼继伟表示，随着人民币汇率形成机制改革的不断推进，境内机构和个人对汇率？利率等价格信号日益敏感？在当前人民币升值预期和本外币正利差的情况下，市场主体资产本币化？负债外币化的倾向增强？由于中国企业普遍股本少？负债率高，企业更多呈现负债外币化趋势，往往以外汇融资等方式支付进口，替代购汇？国内商业银行也在自身利益的驱动下，通过减持境外资产？增加境内外汇贷款，满足企业外币融资需求，加大跨境资金流入压力？如果我国的汇率政策和利率？宏观政策没有大的调整，未来 2～3 年将还有大规模的热钱流入？他指出，即使保守计算利差 2 个百分点加汇率差 3 个百分点，热钱进入我国就可轻松获得 5 个百分点的利润，高于产业投资的资本回报率？

广东省社会科学院热钱研究专家黎友焕博士在《2011 年我国境内热钱流动新情况》中指出：2011 年上半年，总的来讲，由于人民币升值预期、央行的连续加息以及欧洲债务危机、美国量化货币政策、中东局势加剧动荡势等因素的影响，我国仍表现出热钱的净流入，但是又因日本地震过后的重建以及美国经济的慢慢复苏，相比往年，今年热钱流入规模有所放缓。

2010 年上半年，由于我国商品市场的可炒作性，大量国际热钱纷纷加速流入我国，一时间“蒜你狠”“豆你玩”“姜你军”“辣翻天”等流行语充斥着网络，通货膨胀也成为一个热门话题。进入 11 月份，随着发改委对商品市场的治理，出台一系列措施打击物价的政策，热钱开始慢慢撤离商品市场。此次撤离并不是离开我国境内而是进入我国房地产市场，炒高三线、四线城市房价。在此转折过程中，根据我们的调查发现：热钱流入的速度仅在发改委发出调控

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物价通知后 10 多天内有所放缓，随后流入速度重新回升。我们调查数据显示，2010 年第四季度，国际热钱是大规模净流入。进入 2011 年，随着美国经济增长结构的改善，私人需求的持续增长接替政府刺激，成为经济的主要推动力，美国上半年经济表现出了复苏的态势；另外再加上日本地震灾后的重建等因素的综合影响，2011 年上半年，国际热钱在我国境内流入速度有所放缓，但仍表现出净流入，只是这种净流入与 2010 年第四季度大规模净流入相比显得不明显。

2011 年 5 月 24 日起至 6 月 8 日，美元指数以跌十多天，从 5 月 24 日的 76.14 跌至 6 月 7 日的 73.49，受此影响，人民币对美元汇率中间价 6 月 8 日报 6.4795 元，连续第三个交易日走高并创新高。受此影响人民币升值的压力将进一步加强，从理论上来讲，未来短期内将会出现热钱加速流入现象。但是此轮升值是一种被动升值，非主动升值，因此不能非常肯定地说热钱会受此影响加速流入，如果出现加入流入现象或许也只是短期的。从长远来看，热钱更看好美国而非中国，未来半年至一年内或将会出现热钱回流。中国的通货膨胀以及房价不是一朝一夕就能解决的问题，2011 年以来，根据国家统计局数据显示，CPI 一直维持在 4.9% 以上的水平，实际情况或许更高，房价调控方面也一直处于僵持局面。房价调控最好的选择是放量下跌，政府与消费者满意，开发商也在合理利润下回笼资金。而现实情况是量缩价不怎么跌，三钱、四线城市房价还在涨，房价则变成中央政府与地方政府及房地产开发商的博弈。

第二节　狙击热钱的意义及国际经验

一、打响热钱阻击战是我们亟待完成的任务

据商务部统计数据显示，改革开放（特别是进入 21 世纪）以来，我国每年都会引进大量的外资为我们新中国建设作贡献，2002 年我国实际使用外资为 527.43 亿美元，与之相比，2010 年实际使用外资额接近翻番达 1057.35 亿美元①。对国家来说，引进外资是客观需求，国家各项工程建设需要大量的资金，

① 数据来源：国家商务部，http：//www.mofcom.gov.cn/static/column/tongjiziliao/v.html/1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引进外资可以缓解财政压力。对地方政府来说，引进外资意味着更大的经济活力，更大的投资能力，地方政府官员也将会获得更大的政绩。然而看到外资作用的同时，我们也不能忽视其带来的冲击。比如说外资中以投机为目的的那块即热钱。

国际资本流动理论为我们分析热钱问题提供了方便。该理论的一般模型亦称麦克杜加尔模型，是一种用于解释国际资本流动的动机及其效果的理论。这种理论认为：国际资本流动的原因是各国利率和预期利润率存在差异，假设各国的产品和生产要素市场是一个完全竞争的市场，资本可以自由地从资本充裕国向资本稀缺国流动。国际间的资本流动使各国的资本边际产出率趋于一致，从而提高世界的总产量和各国的福利。借助此模型我们可以分析热钱流入的经济效应。如图 6.1，A 国的资本相对充裕，则资本会流向稀缺国 B 国（OC > OC'）。此模型的一个重要结论为：资本的自由流动使得 A、B 两国的利益总共增加了 JFD 的面积，其中 B 国增加了 JFK，A 国增加了 JKD。热钱在国际资本流动中可以被认为是较自由流动的资金。中国是资本相对较稀缺的国家，则图 6.1 中的 B 国可视为中国。热钱在中国境内流动的结果是中国增加了 JFK 面积的福利，而如果中国完全限制了热钱的进入，则这个面积将是中国潜在的无谓福利损失。

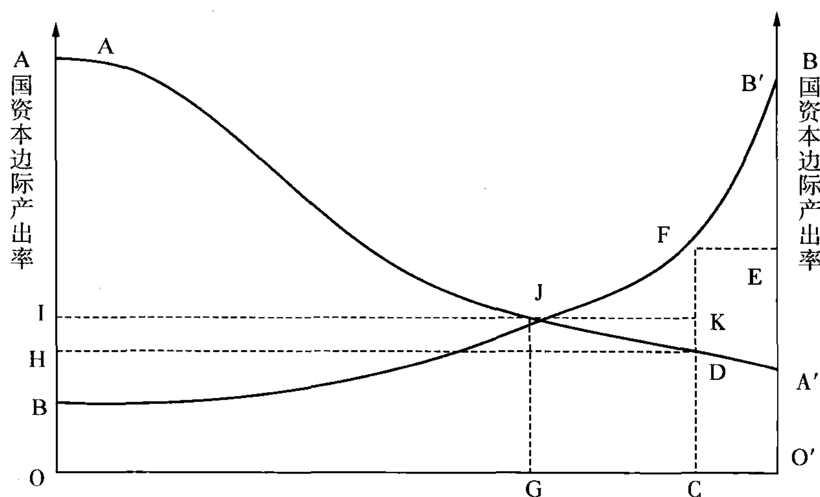


图 6.1　国际资本流动的一般模型

所以从整体宏观经济上分析，一定量的热钱流入可以增加中国的投资资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金，有利于供给增加；也能刺激需求，繁荣经济。所以热钱进入的经济效益可能会使中央和地方政府放松警惕，直到热钱达到一定的规模。尽管从某种意义上来说，热钱是市场投资价值或投机价值的发掘者，对于推高股指和房产价格起到一定的积极作用，但其未经有效控制后的非理性快进快出确实给流入国带来了金融和宏观经济方面的双重影响。一旦热钱大量进入中国市场，势必会造成人民币币值不稳定，对人们的投资行为产生不良影响，扰乱金融市场，降低央行货币政策操作的有效性，进一步影响宏观经济运行。

热钱对宏观经济的影响主要表现在几个方面：首先是热钱的数量，由于很多热钱都是在规避政府的监管体系进入的，究竟有多少热钱进入境内是政府无法统计和掌握的，超量的短期逐利资本不是宏观经济发展所需要的；其次是热钱的目的，热钱逐利的目的往往与我们宏观经济计划的有序发展目的相违背；再次是热钱对宏观经济政策的扭曲。热钱在国内的这种异常流动是在宏观经济政策体系预期之外的，如果政策制定不能考虑这种异常，则宏观经济政策将失灵。1992 年的欧洲货币体系危机、1994 年的墨西哥金融危机、1997 年的东南亚金融危机、1999 年的巴西金融危机、2001 年的阿根廷危机、2008 年的环球金融危机等，尽管每次危机出现的表现形式不尽相同，但都与热钱的大规模快速流动有关。

总之，打响热钱阻击战已成为中国政府必须也是亟待完成的任务。

二、国际上的热钱监管有哪些实践经验[①]

根据国际货币基金组织最新版的汇兑安排与汇兑限制年报（AREAER），美国、英国、德国等发达国家仍然存在着不同程度的管制措施，如美国对机构投资者、资本市场上的证券类投资、货币市场工具等均存在一定程度的管制措施。

而在 2008 年金融危机后，20 国集团领导人讨论的中心议题就是制定一套全球金融监管的政策框架，为防止套利资本流动导致的全球化风险，英国首相布朗甚至提出支持征收“全球金融交易税”（GlobalTransaction Tax）的建议，得到欧盟国家的积极响应，今后能否践行“托宾税”也是后金融危机时代欧

① 资料来源：周晴．热钱管制的国际实践与启示［J］．中国金融，2010 年第 12 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盟、美国等工业化国家争论的焦点。

遭受热钱打击过的新兴市场国家已经积累了管控热钱的一定经验和教训，对控制热钱流入采取了高度审慎的态度。从20世纪80年代末开始，亚洲和拉美国家先后采取了一系列的间接和直接管控措施，一些国家建立并完善了一套监测预警机制。如90年代初期，巴西对不同期限的金融类贷款和债券投资征收初次外汇交易税，将托宾运用到了现实中，巴西中央银行建立了 Sisbacen 系统，监控经常项下和资本项下跨境资金流动情况。

智利（1991）、哥伦比亚（1993）和泰国（1996）也是托宾税的早期实践者，它们规定公司从海外的直接借入款需要存放在中央银行无息的外币存款准备金账户上。存款准备金涉及范围广泛，影响到居民、非金融企业和银行体系的境外融资能力。哥伦比亚规定，对于5年（含）以内的外汇贷款，外汇存款准备金的缴存期限和借款期限相同，其中4个月（含）以内的贸易信贷，缴存比例和借款期限成反比；30天（含）以内的投机基金，缴存比例是140%；5年期的投资基金，缴存比例是42.8%。类似地，智利对境外借入外汇规定30%的无息存款准备金要求，期限一年。

除借款人支付税收外，拉美国家要求国外贷款人也要支付税收。如墨西哥按照国外投资者在股票市场投资的1%征税，征收对象是股票市场上短期内的大额交易者。墨西哥曾提高过银行外币负债的限额，1992年4月，墨西哥规定商业银行外币负债总额不得超过全部贷款的10%。由于贷款总量基数持续扩张，外币负债总额相应迅速增加。1992年在全部贷款增长41%的情况下，外币贷款增长88%；1993年在全部贷款增长25%的情况下，外币贷款增长50%。对此，墨西哥中央银行规定，截至1994年底，全部贷款和外币贷款的最高增长上限均是27%。

印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国曾采取过审慎限制或禁止非贸易类的掉期业务、离岸借入和银行外汇敞口头寸等业务，马来西亚禁止本国居民将短期货币市场工具卖给非本国居民，特别是在1993年末，本外币利差持续扩张、林吉特升值压力增大，1994年年初短期资本大量流入，导致银行短期存款明显上升。政府采取的措施是禁止本国居民对外出售短期货币市场工具。

上述管制措施曾在资本账户放开后，对抑制热钱流入起到了积极效果。随着2009年全球经济的逐渐复苏，流入亚洲国家的资金量有所增加。面对通胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压力，韩国、印度、泰国等亚洲国家从2007年开始提高本币基准利率水平，本外币利差也随之逐步上涨，进入2008年第四季度以后，本外币利差普遍在100～300个基点。利率政策成为一把“双刃剑”，抑制通胀压力的同时，也为国际利差交易留有一定空间，为热钱流入埋下的隐患。

为此，先前已有的管制措施在近两年又再次强化，逐步形成了加强管制—放松管制—再次加强管制的局面。

韩国的跨境资本流动监测系统在亚洲是较为先进的，该系统由央行外汇信息系统、金融监督院审慎监管系统、国际金融中心的预警系统三部分构成，3家共同负责监测跨境短期资本流动状况。针对流动状况，从2007年4月份开始，监管者恢复在韩外资银行对韩国企业提供的外币贷款限额，该限额在5年前曾经取消过。2008年开始，放松利润转移到境外附属机构的杠杆限制，从而间接限制资本通过银行体系流回国内。

2007年8月份，印度重新收紧对外商业借款限额，而该限额在过去五年是基本放开的。尽管企业保有海外融资的权利，但是，企业将外债兑换成卢比的限额需要得到印度储备银行，即印度中央银行的批准，每年最高限额是2000万美元。该项措施实施之前，印度的对外商业借款在半年内翻番增长，从57亿美元增加到106亿美元。2007年8月7日以后，在岸利率水平同NDF收益率之间的缺口较以前已经明显趋缓，重新实施对外借款的紧缩政策一定程度上起到平抑利差交易的作用。

2007年，泰国央行修订后的无息存款准备金制度规定，对超过2万美元的国外固定收入债券（fixed income）征收30%、存期一年的准备金。该举措直接导致泰国国际收支平衡表“其他贷款”从2006年净流入29亿美元转为2007年前三个季度净流出5亿美元。同时规定，外商直接投资、政府贷款、不动产投资、银行间交易和在股票交易所上市公司的股本投资等无需缴纳存款准备金，股本投资流入量从2006年24亿美元上升到2007年前三个季度的36亿美元。从资金流量看，股本投资增加部分同固定收入债券减少部分或许存在一定的关联，也表明了泰国监管当局鼓励长期投资、抑制短期投机的政策倾向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料链接：

亚洲经济体携手狙击热钱

快速增长的亚洲经济体狙击热钱的战役正“渐入佳境”。即便是 G20 全球金融峰会的东道主韩国，也没有掉以轻心，开始酝酿资本管制等强力措施击退热钱。

韩国放下面子打热钱

尽管同样面临热钱流入的问题，但作为本次 G20 全球金融峰会的东道主，韩国方面之前在干预资本流入方面一直做得小心翼翼。然而，面对持续加大的压力，李明博政府似乎也有些扛不住了。

韩国执政党的一位国会议员周三对媒体披露，为了遏制跨境资本的涌入和汇率的大幅波动，韩国最快可能在明年 1 月恢复对外资征收 14% 的债券投资税，此举被认为是韩国在应对热钱方面迈出的一大步。

该议员透露，有关法案本周末或下周就会提交到国会，并且很可能获得通过，进而从明年 1 月开始实施。他说，韩国现在不得不采取行动，否则等到情况恶化就要付出更大的努力。目前海外投资人投资韩国债券不需要像本地人那样交 14% 的税，但韩国财长尹增铉上月曾表示，韩国将会认真考虑是否要取消外资的免税权利。

近期，外资持续涌入韩国。周三，韩国股市基准股指首尔综合指数收高 1.1%，报 1967.85 点，再创三年新高。股市的市值总额也创下了历史最高纪录，达到 1092 万亿韩元。韩国媒体认为，外国投资人的持续涌入，是推动韩国股市连续四天改写历史新高的最大动力，仅周三一天，外国投资者就净买入 4258 亿韩元的韩国股票。

亚洲经济体或联手行动

事实上，韩国企划财政部本月初就发出了几个月来最强烈的警告，表示将积极考虑采取包括资本管制在内的措施抑制资金流入。

针对美联储宣布斥资 6000 亿美元实施第二轮债券收购的量化宽松举措，韩国方面表示，将“积极考虑”资本管制，因为美联储加大国债购买将刺激更多资金流入新兴市场。

交易员注意到，在美联储 3 日宣布收购 6000 亿美元国债后，韩国央行次日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就进场抛售了韩元，以抑制本币升值过快。韩元兑美元汇价近期一度达到六个月新高。

除了韩国，其他亚洲经济体也纷纷对热钱“开战”。泰国上个月宣布针对外国人投资国内债券收取15%税收，以限制资金流入。中国台湾本周宣布，恢复对海外投资人投资岛内证券的限制，规定海外投资人买入岛内债券的总金额不得超过其汇入资金的30%。

在其他新兴市场，巴西、南非等国也在采取措施抵消热钱流入的影响。比如，巴西一个月内两次上调对外资投资固定收益证券的税率。

有迹象显示，受到热钱之患最严重的亚洲各经济体可能采取联合行动。泰国财长乍滴甲瓦尼上周就针对美联储的二次量化决定表示，地区央行可能采取联合行动，打击热钱大量涌入带来的汇市投机行为。韩国媒体周三引述一位熟悉亚洲开发银行的消息人士的话报道称，亚洲开发银行已经展开一项研究，衡量东南亚国家联盟资本管制的价值。报道称，相关研究可能于明年初完成。

（资料来源：朱周良，亚洲经济体携手狙击“热钱”［N］，上海证券报，2010－11－11。）

第三节　反热钱战争的理论探讨

作为当今国际金融领域最变化莫测和令人谈虎色变的热钱，自1997年东南亚金融危机过后，我国就有许多专家学者以及政府官员开始关注它、讨论它。特别是近年来，随着这条“金融鳄鱼”在我国翻腾波浪的加大，我国官方与民间掀起了一场有关热钱的理论探讨。

一、官方声音

人民币汇率形成机制改革以来，人民币汇率实现了有升有贬的双向波动，单向的人民币升值预期有所弱化。但当前，国际市场上还存在人民币继续升值的预期，部分游资仍有可能进入境内谋求套利。为了巩固此次汇率形成机制改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

革的成果，进一步提高对外开放水平，积极促进国际收支平衡，重点要加强和规范对外债尤其是贸易信贷资本流动、外资进入房地产市场、个人外汇收支以及离岸账户资金流动的监测和管理。同时，外汇管理部门还将进一步整顿和规范外汇市场秩序，紧密联系外汇收支形势，组织开展与外汇资金流入密切相关的专项检查，并继续完善外汇领域的反洗钱工作，严密监测和跟踪大额和可疑外汇资金交易。

2010 年 3 月 9 日上午，中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长易纲，就“外汇管理和外汇储备”问题在“两会”新闻中心接受中外媒体集体采访时回答了关于热钱的提问时表示：

真正治理好热钱还得发挥市场机制

易纲在回答《金融时报》记者提出的关于热钱问题时表示，关于热钱的定义，有很多争论。在一个资本完全开放的国家，以短期投机为目的而流进、流出的钱是热钱，而中国资本项目下还没有完全实现可兑换，还没有完全开放，所以，在中国的热钱很多情况下往往是披着合法的外衣，比如通过经常项目、FDI、个人等渠道流进来。当然也有通过地下钱庄流进来的，所以在资本管制下的热钱和在资本完全可兑换情况下的热钱，实际上是很不一样的。

易纲称，现在社会上最流行的一种方法是所谓“残值法”，就是说看一年的外汇储备增加了多少，然后减去贸易顺差，减去 FDI，剩下的就是热钱，这是社会上比较流行的对热钱估算的方法。也有许多学者对这个方法进行了说明，认为这个方法不够科学，比如学者提出“残值法”漏掉了很多项，如比较重要的项有个人外汇收入，国内企业在境外上市筹集并调回国内的资金。另外，中国有这么多的外汇资产，不管是国家的也好，还是社会的也好，外汇资产每年要有收益，这也是要扣除的部分。

易纲指出，外汇储备是以美元为报告货币的，我国的货币实际上是分散化的，有美元、欧元、新兴国家货币等多种货币，这个货币币值的变动或者资产价格的变动也会影响外汇储备。所以易纲希望在估计热钱规模的时候，采用的方法能够进一步改进。

易纲认为，跨境资金流动要分两种，一种是合法合规的正常流入，另外一种是违法违规的。根据长期的观测，我国跨境资金的流动大部分是合法合规的，是合理的，是在我国国际收支平衡表中可以解释的，当然，也不排除部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

违法套利的资金混入。防范热钱是我们的职责，我们要标本兼治，要多部门共同配合打击热钱。

易纲说，防范热钱是国家外汇管理局的职责，一是要调结构，二是要完善市场机制，这样才能够从根本上消除热钱存在的根源。

此外，易纲还认为，防热钱还要求银行、金融、证券、保险等金融机构的服务要提高效率、价格要低、信用要高。“我想，正规的金融机构服务都非常好了，地下钱庄、非法兑换点存在的必要性就会少了。”

外汇管理坚持改革开放、坚持方便企业和居民的原则

易纲指出，怎么能够既处理好提供便利，又要防止热钱的关系呢？我们考虑问题要从全球的视野看待这个问题。在外汇管理中坚持改革开放，坚持方便企业、方便居民的原则。

强制结售汇已经是一个完全过时的概念了，现在我们企业出口收汇可以根据企业的需要保留外汇或者是结汇成人民币，这是根据企业的需要决定的。另外，企业进口用汇、购汇，也是在真实背景下敞开供应的。老百姓出国旅游、子女在外面上学交学费等等这些都是敞开供应的。目前，还有一个真实贸易背景的审查，但是从这些经济活动来说，他们用汇、购汇、保留外汇、结汇应当说都是非常方便的。

易纲称，我们进一步改革的方向就是进一步简化手续，使得在真实贸易投资背景审查的过程中更加方便，我们的目标是要使绝大多数正常经营的企业退出这种复杂的手续，使他们感到进出口收汇、结汇、购汇都非常方便。同时，有关部门又要对中国的货币流和资金流进行分析和检查，能够切实控制住风险，就是要兼顾这两个目标。

易纲称，总结来说，就是要方便企业、方便贸易、方便投资，这些是我们工作的出发点和落脚点。同时，风险可控、金融安全是我们外汇管理改革开放的底线。

人民币要不要升值要由市场决定未来走势

在回答有关人民币汇率的问题时，易纲表示，总的来说，中国一直在实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制。各种意见以及市场上对供给和需求各种不同的判断都要到市场上去交流，由市场决定未来的走势。总体上，我们会不断地完善人民币汇率的形成机制。在这个过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

反思金融危机更稳妥地推进资本项目可兑换

在回答有关人民币资本项目兑换的问题时，易纲表示，国际金融危机的过程中，确实有学者以及一些国际组织的工作人员对资本项目可兑换发生了一些疑问，甚至有些学者提出资本管制有一定的合理性，可以采取一些措施进行资本管制。这种对资本项目可兑换、资本自由流动的反思，是对危机的一种总结和反思。

易纲强调，稳步推进资本项目可兑换，这个目标对我们来说没有改变，这场危机和大家的反思，使我们在推进资本项下可兑换过程中更加稳妥，一些事情做得更加安全。①

2003 年在被问起可不可以早点启动汇率浮动机制时，中国人民银行行长周小川说道：对于中国这么大的国家，又处于这样一个发展阶段，以我们的观察，中国目前（2003）汇率体制没出太大的问题。当然也要逐步改进完善。最近由于这方面说法太多，特别是有些人把人民币升值问题炒得过热，导致有些热钱涌入。我们不能使热钱的投机行为得到鼓励。世界上投机的热钱数量实在太大，一旦放松，热钱会继续朝这个方向移动，因此，从不鼓励热钱投机的角度看，当前应强调稳定为好。

一些人担心，中国是否有足够的对冲工具来对付热钱。我们说，央行有能力对冲热钱造成的货币供应量的增长，央行还会进一步增加货币政策的工具来应付这种局面。最近，央行调整了存款准备金率，这是一个明显的信号，表明我们会想办法对冲的。当然我们不希望热钱再进一步增加。这个信号也表明，如果想在这方面投机，失败的可能性是很大的。②

2010 年 11 月 5 日，周小川在“2010 财新峰会”上就关于美联储第二轮量化宽松货币政策（QE2）以及对中国可能产生的影响说道：中国是否会面临更多的热钱流入，中国应该采取什么样的对策。我想答案其实不少人都已经谈到了。我只想补充两点。一是中国目前的外汇管理体制还是对资本项目实行管理

① 资料来源：国家外汇管理局．中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长易纲接受记者集体采访［N］．国家外汇管理局网站，2011－05－01。

② 资料来源：中国人民银行行长周小川就人民币汇率问题答记者问．中国人民银行：http：//www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/34/1657/16578/16578_ .html

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的体制，资本项目下不正常的资本流入要么进不来，要么必须绕道而行。在绕道而行的时候，我们毕竟可以采取一些管理措施，尽可能地防止这种行为发生。二是很重要的一项措施是，在总量上实行对冲。也就是说，如果短期的投机性资金要进来的话，我们希望把它放在一个“池子”里，并通过对冲不让它泛滥到中国的实体经济中去。等到它需要撤退的时候，我们再把它从“池子”里放出去让它走。这将在很大程度上对冲掉资本异常流动对中国宏观经济的冲击。

当然，这会引起另外一个问题，即资金进来后又出去，在这个过程中可能会找到套戥的机会，英文称 arbitrage，比如利率的差别、货币汇率的变动。这样的话，它们就有可能获得投机性收益。让这些资金流进来赚钱，大家心里都会很不平衡。对于这个问题，一方面，我们应该看到总量控制的重要性；但另一方面，我们也要看到，在这个世界上如果有套戥机会，总会有人去做套戥的行为，而且几乎是防不胜防的。这让我回忆起 20 世纪 70 年代末和 80 年代初的一些情况。那时候，中国各地之间、城市之间的很多商品价格并不一致，所以出现了“倒爷”，这些人被批评为“二道贩子”，搞长途贩运，搞投机倒把，赚取差价。这表明，如果商品领域中存在套戥机会，几乎很难防止有人这样做。尽管大家在感情上可能很憎恨这种行为，但实际上这是一种经济机会，也是市场经济的一个逻辑，必然会有这种行为。如果要制止它的话，需要考虑是不是有行之有效的办法？但是，总不能为了控制“二道贩子”，火车就不开了。那样的话，整个国民经济付出的代价要比治理“二道贩子”付出的代价要大得多。因此，必须要对代价进行衡量。[①]

此言论一出立刻引起市场的广泛猜测和讨论。时隔一个多月后，周小川于 12 月 15 日晚间首次正面解读了“池子”他同时指出，近两年来货币供应量明显加大，衡量货币供应量的标准是核心 CPI。

周小川说，典型的“池子”是外汇储备，但是储备有不同的板块，这些板块也可以分成不同的“池子”，一些是保证进出口支付的；一些是为外资企业的分红预备的；一些则是为热钱准备的，它们进来后央行 100% 对冲掉，总量

① 资料来源：周小川行长在“2010 财新峰会”开幕式上的讲话．中国人民银行．2010 - 11 - 19。http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/2950/2010/20101119164544386735148/20101119164544386735148_.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上不要对国民经济产生负面影响，但是从个体上我们并没有阻止它们赚点钱。

目前市场有言论认为，中国存在货币超发的问题。周小川表示，一方面，高储蓄国家和低储蓄国家的广义货币占 GDP 的比重不一样，中国是高储蓄国家，因此 M2 占 GDP 比重高；另一方面，在间接融资占比重高的情况下，广义货币占 GDP 的比重就高，美国是典型的直接融资发达的国家，而中国间接融资比重大，因此拿中国的 M2 跟美国的比不太恰当。

他认为，一定要明确“超发”的概念。货币超经济发行是传统计划经济的概念，因为那时候价格是固定的，用价格乘以实物量就是货币需求量。同时，那时候也没有金融市场和服务市场，因此如果用那时候的概念是有问题的。

从现在的角度，衡量货币供应量偏多还是偏少的标准是核心 CPI，因为有些价格跟货币联系较少，比如进口的大宗商品、气候或者其他原因产生的物价变动。

周小川说，我们必须正视近两年为应对全球性金融危机而造成的货币供应量明显加大。2008 年以来，我们采用扩张性的货币政策，即“出拳要重，出手要快”，所有这些举措不可能没有超调，关键是这个周期一旦进入拐点时，要及时转变方向进行调整，使其不太过分，一方面达到成功抗击危机的目的，同时副作用又不太大。

2010 年以来面对市场流动性偏多的状况，央行多次采用准备金工具。周小川表示，要观察整个经济系统流动性产生的来源，如果是由于贸易顺差的恢复和增长，或者资本流入的增长，或者 FDI 的增长，这个时候即便没有较高的物价上涨，也需要加大对冲力度，因此这个工具的作用具有不同的角色。①

二、民间声音

2010 年 11 月 5 日央行行长周小川在“2010 财新峰会”表态，对于入境热钱，中国可采取总量对冲的措施，也就是说，短期投机性资金如果流入，通过这一措施把它放进“池子”里，而不会任之泛滥到整个中国实体经济中去。此观点一出立刻引来了民间对其的探讨。

巨额热钱最适宜圈在哪个“池子”里？更重要的是，热钱能否乖乖就范，

---

① 资料来源：单妍．周小川界定池子否定货币超发［N］．上海证券报，2010－12－16。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进入周小川的“池子”里吗？网民众说纷纭。

“池子”意指股市、期市？

多数网民认为，将“池子”解读为股市、期市较为合情合理。

新浪网博主“股票村操盘手”表示，周小川所说的“一个池子”是什么呢？很显然，它是与实体经济相对应的虚拟资本市场，在中国，主要指股票、期货、债券。债券不可能充当这个“池子”，因为在连续加息的预期下，债券市场理论上是走弱的，你请热钱进入，热钱也不会进。剩下的就是股票和期货了——它们就是周小川所说的“池子”。

包括叶檀、皮海洲等知名财经评论人在内的部分网民进一步猜测，周小川的“池子”就是股市。网易网博主“占豪”写道：“唯一能够装下这些资本的就是股市。而进入虚拟经济市场，从国家角度来说更容易监控、控制。交易所每天都可以进行监控，而出现过度异常相关部门就可以采取措施，比进入其他领域容易控制得多。所以，周行长说的池子只有一种可能，那就是股市。”

当然，也有网友提出不同看法。搜狐网博主“神光”表示，将“池子”理解为股市比较偏持。“池子”是一个组合，其中股市是必不可少的一部分。

1. 热钱凶猛难被圈住

凶猛的热钱能被乖乖地进入并被圈在“池子”里吗？一些网友怀疑这只是周小川的一厢情愿。

“周小川‘池子说’未免过于乐观。”网易网博主王凯表示，让热钱进“池子”是一个比较理想化的结果。关键的是，热钱是否会乖乖地、服服帖帖地进“池子”呢？我们认为，不会！

王凯称，现在中国资本项目尚未完全开放，虽然在一定程度上可以阻止热钱的涌入，但是热钱之所以能够涌入，就显示出其“难以管制”的本性。让其乖乖进“池子”未免显得过于乐观。而且，管理当局一直以来也是致力于阻止热钱对实体经济的冲击，但是楼市的热钱还是源源不断。

2. “筑池圈钱”做起来有点悬

即便热钱能被圈住，仍有网友担心，热钱进出炒作将掠夺国民财富，不可为之。

资深财经评论人朱大鸣认为，“筑池圈钱”的办法看起来不错，但是做起来有点悬。他在搜狐网博客上撰文警告，将中国的股市当成热钱的聚集地，会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掠夺百姓的储蓄和资产，让国有企业和上市公司更加不思进取。“2008 年股市从 6000 点跌到 1600 点，多少中产阶层下流化，这对于中国居民的投资和消费，都是一场噩梦。而且，大量的热钱进入，还加剧国内信贷资本热钱化，成为货币超发的一个重要源头。”

“中国没有什么可以供美元洪水肆意泛滥的地方。”朱大鸣表示，“池子再大，筑起的墙再高，能抵住美联储绵绵不尽的泄洪行动吗？显然不能，当务之急是让美国国内通胀起来，他们就不敢再乱印美元了。怎么让美国国内通胀起来，就是卡死美联储将印刷的纸币，直接转化为国际热钱和游资的泄洪口就行了。”

鉴于境外热钱对我国金融体系的现实冲击和潜在影响，我们必须及时采取对策。治理热钱既要使用能够在短期内见效的手段，又要从长计议，从根源上寻找对策。在短期内能够见效的手段，可以归纳为四个字：“压”、“稳”、“防”、“化”。“压”就是要把股市和楼市的泡沫适时、适度地压下去，截断境外热钱在中国实现双重套利的一个关键渠道，防止热钱落井下石洗劫我国民财富，也使境外观望等待的国际游资断了趁势入境的念头。“稳”就是一如既往地稳步进行人民币升值，尽量使境外热钱对人民币升值的预期与人民币升值的固定区间相吻合。“防”就是加强监管，构筑热钱入股市、楼市的壁垒，减少热钱流入的数量。“化”就是在国内消化热钱，使其转化为投资。目前，在中国的境外热钱主要是境外的华人资金和回流的中国海外资产，与国际游资相比，这些热钱呆在国内的时间相对来说要长得多。我们可以用政策引导、或者通过拖延它们外流的时间和路线，将它们转化为投资。从长期来看，还必须调整国内经济结构，把对外贸易依存度控制在合理的范围之内；积极改善金融运行环境，完善金融体制等。

总之，防治热钱要有防有治，就像治理泛滥的河水一样，不能只采取堵的办法，要加固大堤，还要疏导、分流。[①]

2010 年 1 月 23 日，本书主编、广东省社会科学院热钱研究专家黎友焕博士在《世纪大讲堂》主讲时，回答“根据热钱的危害性，以及我们国家有可能成为下一拨国际热钱的流向地方，我们怎么应对？”时表述道：

首先我觉得，要提高对热钱的认识，我们这几年的研究工作表明，越来越

① 资料来源：张小洁．网民热议周小川“池”筑何方［N］．经济参考报，2010－11－10。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的部门，重视热钱的问题，但是还有不少人，因为热钱不可计算，而对中国内地目前存在的热钱表示怀疑，没热钱，但是事实上，你看国家外管局，2008年打击地下钱庄就有几十个，往往一个地下钱庄涉及的案额、数额几十亿，那么这么实在的东西，我们与其消极地去回避，倒不如积极地去面对。

第二呢，热钱问题不是外管局人民银行一家人的问题，我觉得涉及热钱的，包括公安、海关、外经贸、房管、证券，这些行业的部门都应该积极地来共同面对热钱的问题。

第三就是在怎么应对的方法上，我们在强调堵击热钱的同时，更要求要疏导热钱，我甚至提出堵不如疏。因为放眼全世界，没有一个市场经济国家，它能杜绝热钱的异常流动，我们也不例外近年来我们监管部门，投入了很大的财力、物力，到头来的结果是，我们不但不能使热钱的异常流动和地下钱庄的发展、收缩，还令到热钱的异常流动和地下钱庄，转入更秘密地发展壮大。我们往往在打击一个地下钱庄的同时，催生了另一个地下钱庄的发展。热钱的异常流动，和我们国家目前的大批的地下钱庄的存在，它有其市场的必然性。所以我们怎么把这些地下活动，转化为公开化，是我们可能要积极去思考的一个重要问题。

第四我们要加快金融体制改革，热钱的异常流动和地下钱庄的存在，反映出改革开放30年，我们的金融体制改革相对于经济体制落后了。比如说，我们中国存在很多大批量的“三来一补”企业，这在企业理论上是，我国内有一个企业，我接外面的单，然后外面呢，就给我工缴费，加工费；但在法律上，这样的企业只能是工缴费这一块通过正当途径汇进国内。但是事实上，我们绝大部分的来料加工企业，都不是这个模式；而是国内这个工厂呢，也是国外那个下单的老板的工厂，那么国内这家企业的投资资金和日常管理资金怎么进来呢，不能进来，只能被迫通过地下钱庄和地下的渠道流进来。

到现在为止，也没有一部法律有规定，来为它们开禁，那么类似这样的制度，就必须改。还有我们调查发现很多地下钱庄，都披着合法的外衣，而且得到了基层银行的配合，我们很多地下钱庄，在运钞的时候，用的是银行的押钞车。实际上基层银行心里知道，这样的资金流动是不正常的。又比如说，我们连接香港和深圳的罗湖海关，罗湖海关每天一大堆的境外人士，带了很多外币，来到那边兑换，这个长期以来都有，改革开放30年都有，我们现在估计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一年可能有几千个亿港元，就在那个罗湖海关周围的这个几平方公里的地方。我们现在银行在那里设了这个叫外币兑换点，经营这个外币兑换点，是私人公司，民营企业。它从游客里头买到外汇，按照政策规定，就得卖给银行，但是有意思的是，它从游客里头买到的外汇价格要比卖给银行的价格要高，它做得越多越亏，它就不干了，那怎么办，它从游客里面搜集到的外汇，通过地下钱庄流走了，它不卖给银行。你要让这些经营者，有利可图，有钱赚，他才会继续的给你经营下去；我们甚至认为，应该把那些经营本外币兑换的地下钱庄，批给它一家公司，引导他们从地下活动，转到台面上来，我们可以用法制去约束，用制度去规范，从他们的公开经营行为里头去监管。所以说，应对热钱，更为关键的是要反思，为什么存在热钱，存在热钱的理由在哪里，我们应该从我们的制度先去调整，先去改革。①

参加博鳌亚洲论坛 2011 年年会的金融专家们认为，针对目前热钱流入我国的途径，国家各有关部门需要采取完善和发展资本市场，化堵为疏等综合措施，消除热钱对中国经济发展造成的消极影响?

由于国际热钱通过直接投资进入我国的渠道主要有：一是利用地方政府实施的招商引资政策进行虚假投资，将无实体产业投资需求的资本投入投机利润较高的房地产、有价证券等领域；二是国内投资者通过在国外成立特殊目的的公司，在境外通过银行借款、出让公司股份、发行可转换债券等方式募集资金，进行返程投资；三是一些国际金融机构、大型跨国公司通过从内部调拨资金或是短期国际借贷的方式，将国外转入的资金投入到高利润行业。

首先，建立多部门相互配合?相互联系的监管体?对此，上海财经大学现代金融研究中心副主任奚君羊进建议，对于贸易真实性的审核，外管局?海关?公安和地方政府等各部门应形成一个相互配合?相互联系的监管体系；针对外商直接投资，加强资金使用和流向的监管，如果 FDI 实际新增项目没有明显增加，需引起注意；银行也要加强追踪大额和频繁异常流动情况，并加强国际合作，在全球范围内监视可疑资金的流动?

其次，增强人民币汇率弹性，改变升值单向预期?周小川称，为了防范热钱，我国应增强人民币汇率弹性，在合理升值的同时实现汇率双向浮动，打破

① 资料来源：黎友焕．热钱与中国经济发展［N］．凤凰卫视《世纪大讲堂》，2010－01－23。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人民币升值的单向预期?楼继伟也建议，应该排除一次性大幅升值的可能?如果实行一次性大幅度升值，并保持在一定时间内的稳定，且这一趋势被外资预期成功，可能造成现有热钱的大规模撤出，带来重大风险。

最后，完善和发展资本市场，化堵为疏?针对国际热钱，周小川提出“池子论”，即“短期投机资金进来了，把它放在一个池子里，而不是放到整个中国的经济中去?等它撤退时，将其从池子里放出?这样能在宏观上减少资本流动对中国经济造成冲击?”“池子论”虽然至今尚无确切说法，但这一解决方向得到了普遍认可?分析人士认为，建立一个特定市场，利用热钱逐利的本性，吸引资金的流入，并将其隔绝于整个中国的实体经济，是一种较为理想的状态?

此外，还有专家学者指出，管理好国内市场秩序至关重要?要防止国内资金投机炒作引起的各种价格过快上涨，带动热钱涌入，进一步炒高资产价格。

事实上，治理热钱的最终办法在于让市场有效发挥配置资源的作用，让我国的资产价格以合理的速度增长，对热钱化堵为疏，诱导热钱将短期套利投机策略调整为长期投资策略，或转化为风投?私募的形式，服务于我国实体经济?①

专家意见

后金融危机时代下加强热钱疏导胜于堵截

在经济逐渐恢复的后金融危机时代，需要加强各方合作，深入调查和监控热钱的进出渠道，评估热钱的总体规模，分析资金的来源与投向，加强法制建设。但更为关键的是要疏堵并用，积极引导热钱流向我国需要大量资金的领域，推动我国经济快速平稳的发展。

加强渠道监管

目前“热钱”流入我国的渠道多种多样，通过贸易、外商投资、金融机构业务转移、出入境私带资金、境外企业转移资金以及境内外公司间的虚假贸易等方式，都可将境外资金转移到我国境内。在这些渠道中，地下钱庄对国际游

① 资料来源：夏冠男，傅勇涛．中国需多管齐下消除“热钱”消极影响［N］．新华08，2011－04－17。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的流动起到了推波助澜的作用。因此，监管部门不仅应该从多渠道进行热钱监控，还应该严密监视地下钱庄的动向，加强各部门的联网核查。对跨地区非法交易的地下钱庄要进行有效监控，并加大整治力度，对发现的违法行为进行严厉惩治。此外，银行也要切实履行反洗钱的职责，加强自律，对异常账户要做到严密监管，尤其是要对结售汇业务环节把好关，对交易进行真实性和政策性审核，并及时上报异常情况，提高反热钱工作的效率，维护正常金融市场秩序。

引导资金流向

热钱是具有逐利性的流动资本，只有给其提供良好的获利平台，才能够更加有效地对其进行引导。一是健全资本市场、稳定资产价格。我国已经着手进行资本市场做空机制的探索，这将在一定程度上抑制热钱通过操纵我国资本市场，引起资产价格的大起大落而从中获利的可能。但是在我国资本市场做空机制建立的初期，仍要积极维护证券市场安全稳定的发展，防止热钱趁机进行资产套利的行为。二是稳定房地产市场，规范房地产市场的外资准入，打击投机性的炒房行为，减少热钱对房地产市场的冲击。三是加强政策的引导。如果能够将大批的短期资金转移到需要资金支持的实体经济，或将其引向风险和收益都更高的创业资本等股权投资领域，使短期资金变为中长期资金，那将会对我国经济的复苏起到积极作用。

建立监测预警

热钱的疏导和利用离不开政府部门的监管，所以构建完善的监测预警体系显得尤为重要。一方面要尽快建立各部门的信息共享机制，以便对大额和可疑资金的流动情况进行通报和分析；同时尽快建立监测预警体系，加强对有关数据的甄别、分析，对可疑账户的资金异常的收付情况的跟踪、监测，有效掌握对异常资金的流出入情况，防范和化解跨境资本流动风险；另一方面要加强电子化技术建设，尽快实现各部门的电子信息联网，尤其是外汇局与银行的实时联网，实现对银行资金流动的实时监测。监管当局应该未雨绸缪加强对热钱异动的监控，而金融体系加强自我防御能力更是解决热钱监管问题的关键。

加快法制建设

一是严格贯彻执行现行法律法规体系中有关反洗钱的政策法规，切实做到执法必严；同时还要不断对现行法律法规进行修订和完善，健全相关法律体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系；二是加强监管机构和执法队伍的建设，提高金融监管执法水平。对金融监管职能部门的工作人员进行金融业务知识和法律知识的培训，提高其执法水平。三是加强法制宣传，净化法治环境。对违法行为进行大力曝光，加大惩治力度，在全社会范围内形成警示效果。只有加强法制建设，才能够推动长效监管。

（资料来源：黎友焕，李双双，疏导胜于堵截［J］，中国外汇，2010 年 05 期。）

第四节　宏观层面驯服“金融鳄鱼”的锦囊妙计

受人民币升值预期、中美利差拉大、中国境内良好的资本市场等因素的诱导，热钱千里迢迢，通过各种渠道渗透到我国境内，为追逐高额利润，热钱在我国房地产、股市以及大宗商品等市场掀起了一阵阵波浪。如何驯服这条“金融鳄鱼”？下文首先讨论了如何从进入渠道着手，把热钱扼杀在流入的大门之外。接着又针对热钱入境后流向的不同市场，我们应该采用何种相应的锦囊妙计进行了分析。

一、封闭流入渠道的锦囊

由于我国施行严格的外汇管理制度，热钱需要通过地下钱庄方能进入我国境内，断掉地下钱庄也就意味着封死了热钱入境的路，那我国又应该如何应付地下钱庄呢？多年来，我国金融监管部门也曾出了大量的人力物力来打击地下钱庄，并且取得了一定的成果。但是地下钱庄在我国金融监管部门的打击下并没有销声匿迹，近年来其规模反而呈现越来越大的趋势。从经济发达的沿海地区到内陆地区，地下钱庄遍布全国各地，如何打击地下钱庄并且遏制地下钱庄对我国经济的影响已经成为社会各界值得关注和研究的问题。如何才能很好地做到彻底端掉地下钱庄呢？以下策略或可起到一定的帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）加强对地下钱庄违法犯罪活动的宣传工作

有关部门可利用电视媒体、网络、报纸等途径，向公众深入宣传地下钱庄的犯罪活动。在宣传的过程中可以选取一些已经破获或正在处理的地下钱庄作为典型，向社会宣传地下钱庄的犯罪活动特点、运行规律以及对社会造成的危害，从而提高公众对地下钱庄从事洗钱活动的危害性和治理非法地下钱庄迫切性的认识，引导居民个人和企业通过合法途径进行外汇交易，提高全社会守法意识；另外，有关部门还可以采取奖励措施鼓励全国居民踊跃检举揭发违法犯罪线索，从而可以实现公众与政府联合打击地下钱庄的效果。

（二）全面贯彻、落实《中华人民共和国反洗钱法》，推动全国反洗钱工作

地下钱庄从事的活动从本质上来说主要就是从事洗钱活动。如果想很好的遏制地下钱庄的发展，我们就要大力贯彻落实《中华人民共和国反洗钱法》，该法于2006年10月31日由中华人民共和国第十届全国人民代表大会常务委员会第二十四次会议表决通过，2007年1月1日起施行。贯彻落实《中华人民共和国反洗钱法》不仅对于预防洗钱活动、打击地下钱庄及其相关犯罪，保护国家和广大人民群众根本利益具有重大作用，而且对促进我国金融稳定，维护公平公正的市场经济秩序具有积极意义。

我们怎么做才能够很好的贯彻落实《中华人民共和国反洗钱法》呢？

首先，在确定中国人民银行作为反洗钱行政主管部门行使全国反洗钱监督管理职能的同时，我们也应当发挥其他银行金融机构的优势和作用，明确各部门的工作职责以及负责内容，加强央行和其他相关部门的沟通，并且各部门要密切配合，建立完善的反洗钱监管体制。其次，我们应当调动金融行业的最大力量进行反洗钱工作，将反洗钱的工作义务主体由银行业金融机构扩大到证券业、保险业。为了实现这个目标，中国人民银行可以通过召开座谈会和工作会议、组织培训、选择单位试点等方式开展证券业和保险业的反洗钱工作。

（三）建立、完善金融情报分析系统，做好地下钱庄预防、打击工作

根据已侦破的地下钱庄案例分析，地下钱庄违法犯罪分子在作案过程所采取的方式方法经常是利用私人账户、存折、信用卡等在银行间相互转账、存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取，这就使得金融监管当局通过分析资金交易信息来发现违法犯罪线索成为可能。因此，金融机构不仅应建立、完善金融情报分析系统，提高追踪地下钱庄违法活动的效率，加快金融机构报告大额和可疑资金交易信息的电子化建设，当发现有大额可疑资金交易时，应立即上报中国人民银行；其次，还应完善央行监测分析异常资金的工作规程，提高央行分析、筛选可疑资金交易的处理效率。与此同时，还应加强中国人民银行与公安部门的情报会商制度，这样可以方便公安部门及时对可疑交易客户的背景进行调查，配合中国人民银行开展工作。

（四）开辟多种投资渠道，建立多层次的金融服务体系

目前我国金融市场的投资品种还比较贫乏，投资渠道少。从供给角度来说，我国金融市场目前的这些现实状况是造成社会富余的闲散资金投往地下钱庄的主要原因，为地下钱庄能够持续运作提供了资金来源。另一方面，从需求的角度来说，在我国中小企业信贷难的现象非常普遍。由于自身的规模、信誉以及当前我国金融市场的缺陷等原因造就急切需要资金支持的中小企业无法从合法途径融到资金，从而就转向非法渠道，这是使中小企业成为地下钱庄长期客户的主要原因。从我国打击地下钱庄的经验来看，针对这种现象，我们应当更多地采取疏导方式，帮助民间资金寻找合法、高效的运作渠道，才能从源头上遏制地下钱庄的发展。必须根据当前我国经济社会发展水平，开辟出新的符合社会资金投资需求的渠道，完善中小企业信贷资金管理体制。

针对民间融资困难问题，应当在个人借贷比较活跃的地方成立民间融资中心，为民间借贷提供中介服务，并且降低民间借贷的交易成本，保障个人借贷合法权益。针对中小企业融资困难问题，应当进一步放宽对中小金融机构的市场准入限制，提高其为中小企业提供信贷的能力，同时加强中小金融机构的业务创新，增加其服务品种。而央行则应适当增加对中小金融机构的再贷款投入，积极为其支持中小企业体的发展提供融资支持，建立主要面向中小企业融资服务的金融市场。

2007 年查处的深圳市“杜氏”地下钱庄的主要客户是众多中小型企业，这正说明了民间借贷、融资的需求，也说明了开辟多种投资渠道、建立多层次的金融服务体系的必要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）加强国际之间的合作

随着经济全球化和金融服务国际化的不断发展，地下钱庄的犯罪活动越来越多地表现为一种跨地区、跨国界的犯罪活动，打击地下钱庄是一项长期而艰巨的任务。因此，对地下钱庄的预防与打击，必须通过规范和协调国内、国外有关反洗钱的法律，加强国际合作。我国应当加强和世界各主要国家和地区反洗钱工作部门的双边合作关系，依法开展反洗钱的信息交流、情报互换、协助调查等工作，尽可能利用国际力量加强打击地下钱庄的力度。①

（六）官方建议

近年来，外汇管理部门积极构建均衡的外汇管理框架，适度收紧收结汇和外债管理政策，打击违法违规资金流入，拓宽资金流出渠道。一是加强跨境资金流动监测和预警，及时分析和研判外汇收支形势，全面梳理和查找异常跨境资金流动渠道。二是加强收结汇和外债管理。严格外商投资企业资本金和外债结汇管理；实行出口收结汇联网核查和贸易信贷登记管理制度；严格限制外资房地产企业借用外债，规范境外机构和非居民个人境内购房外汇管理；加强个人分拆购结汇和服务贸易外汇流入管理；削减银行短期外债指标。三是制定跨境资金异常流动应对预案，适时出台加强银行结售汇头寸管理等措施抑制套利资金流入。四是严厉打击各类违法违规外汇交易活动。持续开展应对和打击热钱专项行动，有针对性地查处重点主体、重点渠道热钱违法违规的流入；严厉打击地下钱庄等违法违规外汇交易，保持对违规资金的高压打击态势。五是便利外汇持有和使用。积极推进境外直接投资外汇管理改革，支持企业“走出去”；实行个人结售汇年度总额管理；实施合格境内机构投资者制度，拓宽对外投资金融渠道。

中央“十二五”规划建议明确将“国际收支趋向基本平衡”作为“十二五”时期经济社会发展的主要目标之一。我国将以科学发展为主题、加快转变经济发展方式为主线，通过调整经济结构，扩大国内需求尤其是消费需求，减少国际收支顺差，拓宽资金流出渠道，促进国际收支基本平衡。当前，在主要

---

① 黎友焕，郭文美．当前地下钱庄的影响及其对策分析［J］．福建师范大学学报（哲学社会科学版），2008 年第 5 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发达国家实施宽松货币政策，全球流动性泛滥、国际金融动荡的情况下，应对跨境资本流动冲击是许多新兴市场经济体面临的巨大挑战。保持宏观经济稳定、健全宏观调控手段、完善金融市场体系，是我国抵御跨境资本流动冲击的根本，加强资本管制是为改革和调整争取时间。

下一阶段，外汇管理部门将密切监控跨境资本流动，防范和化解热钱流动的冲击。一是继续加强跨境资金流动监测，对热钱可能违规流入的重点渠道、重点主体开展有针对性的专项检查，保持对违规资金流入的高压打击态势。二是加强跨境资金流动的合规性监管。结合检查中发现的监管漏洞，及时研究加以完善。同时督促市场主体增强风险意识，提高依法合规经营的自觉性。三是综合运用宏观审慎和资本管制等调控政策，通过经济、法律和必要的行政手段，提高套利资金流入成本。四是加强跨境资金流动监测预警并完善应急预案，研究对过度流入的领域予以适当控制或采取一些非常规的应急措施。五是加强政策协调，发挥部门监管合力，提高跨境资金流动监管的有效性。六是在有效防范风险的前提下，有选择、分步骤放宽对跨境资本交易活动的限制，有序拓宽对外投资渠道。七是继续大力培育和发展外汇市场，不断丰富人民币外币避险产品。①

二、解决热钱对楼市冲击的锦囊

尽管目前我国资本项目还处于管制之下，但境外热钱总能通过相关渠道悄然进入我国房地产投资领域，特别是在我国经济又好又快发展和房价持续走高以及人民币汇率快速上升的三重利益刺激下，投资中国房地产将成为外商和外资规避风险、获取利润的最佳选择。

然而房价关系到民生，管理当局肯定会密切关注着房价，一旦房价过高政府肯定会出台各种措施进行打压，以保老百姓衣食住行无忧。

中共中央政治局常委、国务院总理温家宝2011年2月27日上午与网友在线交流时谈及房价调控问题。他表示，“自己并没有‘灰心’，只要把群众放在心上，一定会实现调控目标。关于抑制住房价他还有信心。如果他没有信心，

① 资料来源：国家外汇管理局国际收支分析小组.《2010年中国跨境资金流动检测报告》.国家外汇管理局，http：//www. safe. gov. cn/model_ safe/search. jsp

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不去努力，那就是失职，就是对人民的不负责。他不仅要做这样的表态，还要付诸实际行动的。”

温家宝指出，从去年到 2011 年，政府先后出台了三次调控措施。应该说这三次调控措施总体上越来越有力，针对性越来越强。房价过快上涨的势头有所遏制住，政府要使房价能够保持在一个合理的水平。

在问起如何抑制房价时，温家宝总理表示，我们要下决心毫不动摇地抑制投资和投机性住房需求。采取经济和法律手段，以及必要的行政手段，主要是用差别化贷款利率、税率以及土地供应政策。用法律和经济的手段防止捂盘惜售，圈地不用。①

如何更好地控制境外热钱流入房地产市场？以下是笔者认为解决热钱对我们楼市冲击可以打出的好牌：

（一）限制外资进入中国金融房地产业

经济学通常用物品的“效用”来定价，但是效用是一种感觉的秩序，感觉的秩序是容易犯错的，这样就会出现效用失真的问题。随着信息的完全充分，感觉的秩序和自然的秩序也逐步逼近。效用失真使价格与真实价值脱离，酝酿资产泡沫，泡沫一旦破裂，就会发生金融危机。而且部分境外房地产开发商，为了追求高利润，通过提高住房档次，囤积居奇等方式，利用信息不充分的市场缺陷，通过各种形式，抬高房价。致使房价远远超过了它实际具有的价值。因此，政府的宏观调控十分重要，必须出台限制境外热钱进入房地产市场的措施。

夏斌（2006）认为“应该尽快出台针对外资大举进入中国金融房地产市场的限制政策，以减轻汇率政策实施中的漏洞压力。”在其他国家，不同国家在不同程度上，对外国进入本国房地产市场都有一定的限制措施，唯独我们非常开放，没有任何的限制。现在是前门堵住外汇进来，后门房地产外汇随便就进来了。因此应该尽快出台限制性的政策，来减轻汇率政策实施中的漏洞压力气。

① 资料来源：温家宝谈抑制房价：不去努力就是失职［N］．重庆晨报，2011－02－28。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）消除房地产市场的垄断

当前我国的房地产市场存在着垄断，严重阻碍了公平竞争。一些企业和集团利用自身的优势，取得了对国家资源的占有权和使用权，在市场上拥有绝对优势，这样就给境外热钱进入中国的房地产市场提供了有利的时机。同时由于我国房地产市场发展时间不长，还没有形成有效的市场定价机制，境外热钱趁机通过操纵市场，提高房价。根据主流经济学理论，垄断的直接后果是消费者剩余的减少，如何减少垄断，形成有序竞争的房地产市场是当前减少境外热钱流入，降低房价，形成公平有序地房地产市场的重要保障。因此，政府应当增加竞争，或者对房地产企业制定反垄断法，才能从根本上消除境外热钱提高房地产价格的隐患。

（三）健全房地产金融市场

严格地讲，中国目前只有房地产信贷，没有房地产金融。要健全房地产金融市场，首先是解决目前房地产、金融市场资金来源结构单一，房地产开发企业融资和个人住房消费贷款过度依赖银行信贷的局面，建立多元化的房地产融资体系，通过多渠道融资方式来满足房地产开发对资金的需求，分散和降低银行系统风险。吴晓灵说，房地产的发展关系到国计民生，但它的生产周期长，资金需求密集，资金供需存在时间差。解决这个时间差，就需要金融支持。吴晓灵表示，房地产金融的健康稳定对金融系统的健康稳定至关重要。房地产泡沫对经济金融与民众生活带来的巨大影响，尤其是泡沫破灭后的负面影响，令各经济体中央银行不得不提高警惕，密切关注它。

（四）提高房地产的税收管理

首先，提供房地产的增值税。房地产投机活动是通过房地产产权的流转环节来获取超额利润的，因此房地产增值税应与投机活动的程度与强度挂钩，而我国的房地产增值税过低，更是助长了境外热钱在我国房地产的投机。因此应该提高对房地产产业征收高额的房地产增值税，抑制境外热钱的房地产投机。其次，针对外资在房地产市场的炒作行为，可以同时取消外资投资房地产行业时的税收优惠。并通过开征特别物业税的形式制止。此外，国外对付热钱投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较有效的办法是对知期资本流入征收托宾税，提高知期资本流入成本和交易成本。利用税收政策抑制投机的关键是增加税收支出，降低房地产买卖收益率，打击投机者房价上涨的心理预期，减少投机者的“资产利得”，使其自动退出市场，以抑制境外热钱的流入。

（五）取消外资房地产企业的超国民待遇

取消外资房地产企业的超国民待遇，进一步规范外资房地产市场准入门槛和交易行为。虽然 171 号文件和 123 号文件中对外资的超国民待遇已经作出一些限制，但涉及范围不够全面，并未从根本上对外资企业实行国民待遇。外资房地产企业在税收和土地出让等方面享有超国民的优惠待遇，并拥有方便的境外融资渠道。废除外资房地产公司境外融资的超国民待遇规定，同时限制境外投资基金大量购买境内房地产，改变对购买房地产的外资的监管口径。除继续提高外资房地产行业的注册资本在总投资中的比例外，还应使其与投资总额相符；强化对外资房地产企业和中介机构的市场准入审批，限制投机性炒作房地产，取消外资房地产企业在土地出让等其他方面的优惠待遇，尤其需要防止为非房地产外资企业变相涉足房地产市场提供便利。①

案例链接：

由海南国际旅游岛概念引发的房地产投资、投机浪潮，引起了海南省高层的警觉。为遏制国内外热钱借海南国际旅游岛建设之机，在海南过度炒作房地产项目，海南省近日决定，将暂停土地出让，暂停审批新的土地开发项目。

海南省高层之所以痛下决心做出这样的决定是有重要原因的。早在海南国际旅游岛概念未热之前，消息灵通者就开始布局海岛。等到天下人都已知晓这件事情，投机资本依然源源不断，却只能算是“后续部队”了。有报道称，在国际旅游岛正式获批之前，各大知名房地产企业早把好地块“瓜分”得七七八八，说明商人的嗅觉是何等灵敏。但在“瓜分”地块的热潮中，也酝酿着未知的巨大风险。

来自海南省浙江商会的统计数据，称海南国际旅游岛获批之前，即有十万

① 黎友焕．境外热钱对我国房地产市场的影响及其对策研究［J］．金融与经济，2008 年 2 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

浙商进驻海南，注册资本就达到了百亿元，投资运作的资金或高达300多亿元。毫无疑问，冲着海南国际旅游岛概念而来的热钱总量，远远超出300多亿元这个数字。于是，海南各地房价与土地价格均开始飙升，三亚等热点城市尤其如此。三亚一个楼盘的开盘价甚至被炒到7万元/平方米。

海南是一个有着历史创伤的地方。早在20多年前，海南房地产过于惨烈的泡沫破灭，给世人留下了极其深刻的印象。一个注定玩不下去的游戏，在国家宏观调控政策点燃导火索之后，走向终结。留下的遗产，是“600多栋‘烂尾楼’、18834公顷闲置土地和800亿元积压资金，仅四大国有商业银行的坏账就高达300亿元”。作为一个颇有标本意义的房地产泡沫，海南最终以政府、开发商，以及银行等多方力量的共同损失，来逐渐修补泡沫破灭的苦果。对于地方政府来说，短期地价的飙升，只带来了很短暂的快感，更长的过程是感受着痛苦。

面对房价、地价的畸形上升，海南省高层表现出了应有的警觉。

三、解决热钱对我国资本市场冲击的锦囊

（一）我国资本市场的构成及层次

所谓资本市场，英文为capital market，亦称“长期金融市场”、“长期资金市场”，是指期限在一年以上各种资金借贷和证券交易的场所。我国资本市场主要由四个具有典型代表意义的市场构成：国债市场、股票市场、企业中长期债券市场和中长期放款市场。

一般来说，一个成熟的多层次资本市场，应当能够同时为大、中、小型企业提供融资平台和股份交易服务，在市场规模上，则体现为“金字塔”结构。我国的资本市场从1990年沪、深两市开办至2011年4月，已经形成了主板、中小板、创业板、三板（含新三板）市场、产权交易市场、股权交易市场等多种股份交易平台，具备了发展多层次资本市场的雏形。

目前我国有上海证券交易所（1990年11月26日成立）和深圳证券交易所（1991年4月11日成立）两家主板市场，这两家主板市场是我国开办最早、规模最大、上市标准最高的市场。中小板市场开办于2004年5月17日，由深圳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券交易所承办，中小板市场的成立标志着我国落实多层次资本市场建设开始走出第一步。中小板市场在理论上应当为处于产业化初期的中小型企业提供资金融通，使中小型企业获得做大做强的资金支持，因此在上市标准上比主板市场略低，以适应中小企业的发展条件。创业板市场启动于 2009 年 3 月 31 日，是深圳证券交易所筹备 10 年的成果。创业板市场的开办目的是为创新型和成长型企业提供金融服务，为自主创新型企业提供融资平台，并为风险投资企业和私募股权投资者建立新的退出机制。

（二）应对之策

无论是主板市场、中小板市场、创业板市场还是产权交易市场、股权交易市场，我们资本市场的成立都是为了我国企业能够更快、更便利的融资提供服务。国际游资的大量流入必将会给我国原本运转正常的资本市场带来冲击，因此为了资本市场的正常运行，我们应该采取相应的政策措施来缓冲热钱带来的冲击。以下是笔者收集的一些有用策略①：

1. 充分发挥利率—汇率联动效应，减少国际短期资本的套利、套汇机会和预期

套利和套汇机会的产生是热钱流入的基本原因，一国货币的升值压力或与国际市场存在正的利率差时，通常会面临着热钱流入的问题。热钱的持续流入又使原有的经济形势更为复杂。对于我国而言，在当前人民币升值预期强烈的情况下，为了抑制大量的游资涌入国内给国内经济系统造成负面影响，应逐步改变利率决定模式，增加汇率弹性。首先需要进一步完善人民币汇率形成机制，适当增加汇率弹性，增加投机资本流动收益的不确定性，有利于遏制资本大规模单边流动，防范和化解金融风险，维护金融稳定以及增加货币政策的有效性。同时，弹性汇率机制的形成还有助于市场均衡汇率的形成，从而减少汇率高估和低估引起的资本投机活动。与此同时，推进利率市场化改革，完善利率和汇率之间的调节机制。这样利率的变化可以在一定程度上发挥调节短期资本流动的作用。只有充分发挥利率——汇率联动效应，市场才能自动消除资本流动带来的不利影响，也才能调节资本流进和流出的规模。

---

① 资料来源：陈钧．我国证券市场开放中的短期资本流动风险［J］．上海金融，2010 年第 5 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 加强国际资本流入的可控性，抑制海外投机资本频繁进出本国市场

伴随着我国资本账户的逐渐开放，未来国际短期资本进出我国金融市场的频率会更高，这必将强化国际金融市场波动的传导机制，国际金融风险的溢出效应增强。为此，我们有必要对资本跨境流动进行持续监管，加强国际资本流动的动态监控，以避免外国投机资本对我国金融体系产生负面冲击。可以通过资本流出、对外资流入量的直接控制、外资在本国滞留时间的要求，根据外资在本国投资期限的长短制定累进外资收益税率，为外国投资者设立专门的投资市场等方式控制外国证券投资资金的合适量，解决由于资金量加大引起的股市泡沫、币值升值和价格上涨的问题以及解决证券投资资金短期性和波动性问题。

3. 加强证券市场基础性制度建设，完善资本市场体系，增强抵抗风险的能力

金融市场微观基础的建设，是资本市场国际化过程中不可或缺的重要一环。亚洲金融危机表面上是因为这些国家资本项目管制放松过猛，货币兑换改革过程太快，从而导致金融危机发生。但究其深层原因，是金融微观基础建设薄弱以及金融机构自身存在严重缺陷。目前，我国证券市场基础性制度建设还不完善，存在薄弱环节，因此，从长远角度考虑，要逐步加强证券市场微观基础建设，提高金融系统抵御外部投机资本的冲击能力。针对市场建设的薄弱环节，我们应采取以下措施：

首先要逐步扩大市场容量，构建多层次的证券市场体系。我国证券市场目前无论从市场规模或者机构投资者数量及规模等方面，与成熟的资本市场都存在不小的差距。随着越来越多的国际机构投资者进入我国证券市场，由此可能导致的市场波动性风险不容忽视，因此需要采取积极措施扩大我国证券市场容量除了单纯数量上的扩容，更重要的是引入大市值的蓝筹公司来增加市场流动性，从而减小波动性风险。另一方面，要逐步建立和完善多层次的证券市场体系，以满足不同层次和不同风险要求的国际资本需要。通过提供多元化的投资渠道来有效分散潜在的金融风险。

其次要适时发展金融衍生品市场分散和对冲风险。虽然美国次贷危机教训之一就是滥用金融衍生品、进行投机和过度的杠杆化，然而金融衍生品交易本身并不必然产生风险。相反，严格监管下规范的金融衍生品能够为海外投资者提供必不可少的风险对冲工具。他们在市场动荡时可以不用通过直接在当地或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他市场抛售股票来减小风险，而是通过金融衍生品交易来对冲风险，从而在市场下跌时减小市场卖压，起到一个减震器的作用。对于我国证券市场而言，目前要推出并不断完善融资融券和股指期货，改变只能单边做多的市场现状，为海外及国内机构投资者提供有效的避险工具，并且在未来条件成熟时，进一步推出期权等金融衍生工具。

最后要完善信息披露制度，增加市场透明度。如前所述，国际投资者在新兴证券市场采取的正反馈交易策略以及羊群行为等非理性投资行为，很大程度上是因为新兴市场信息不透明和信息不对称所致。因此，需要进一步完善我国上市公司信息披露制度，提高信息披露的广度和深度，严格监管误导或欺诈性的信息披露行为，有效地增加市场的透明度，从而最大程度地减少海外投资者的非理性投资行为。

四、解决热钱炒作大宗商品的锦囊

关于如何封闭热钱流入渠道、如何解决热钱对楼市、资本市场的冲击，我们都给出了相应的锦囊妙计，那么解决热钱炒作大宗商品我们又有什么锦囊妙计呢？笔者认为可以从以下几点做起：

（一）大力发展期货市场，形成比较完善的定价机制

我国是资源消费大国，同时也是一些资源的出口大国。但是与“大国”地位不相符合的是，我国在国际大宗商品价格的定价中声音却不够“洪亮”、在国际市场定价中话语权显得太少。在国际大宗商品市场上，我国议价能力较低的一个重要原因是国内还没有比较完善的定价机制，因此必须大力促进期货市场的发展。期货市场的最大作用是价格发现，就好比气象预报一样，它能将市场实际需求与市场预期及时反映到期货市场的平台上，从而引导整个资源的配置。与国外相比，我国目前期货交易市场发展还远远不够。目前，国际市场的定价权基本上掌握在几大期货交易所手里，在这种情况下，我国大宗商品进出口只能被动地接受国际价格。与此同时，由于外国的供应商可以通过多种途径了解或预测我国的库存状况及采购时间、品种和数量，利用期货市场进行炒作，抬高价格，赚取巨额价差。我们只有大力发展期货市场，在国内形成一套

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较完善的定价机制，我们才能在国际大宗商品价格的定价中声音“洪亮”，话语权才多，而不再是被动地接受国际价格。

（二）大力宣传热钱炒作大宗商品的事实，解释大宗商品涨价背后的原因

2008 年以来，由于人民币升值预期、国内外利差拉大等因素导致大量的国际热钱流入我们境内，而热钱进入我国后不可能只是停留在银行里，资本都是趋利的，因此热钱入境后必将会去寻求投资渠道。综合考虑，我国房地产市场、股市以及大宗商品市场是热钱比较热衷的。然而近几年来，由于房价过快的增长，给老百姓增加了沉重的负担，我国政府当局出台了一系列的政策打压房价，在房地产调控的背景下，股市、大宗商品成了热钱的首要目标。

现实中也有大量的事实证明以上结论，因此作为普通百姓的我们，认清大宗商品涨价背后的深层次原因，大宗商品市场同样也有较大的风险，投资需谨慎！

（三）建立健全相关机制检测预防热钱炒作大宗商品

如果想尽快遏制热钱炒作大宗商品，还需国家在发展生产、保障供应的前提下，出台相应的政策建立健全相应的机制来检测防止游资对农副产品、对影响群众基本生活的一些商品进行炒作。除了建立相应的预防机制，还要建立有效的信息共享平台和信息共享机制，通过群众举报、有关部门对市场的巡查，以及媒体的监督，来共同完成对市场动向的监测。机制建立起来了再配合强有力的实施，才可以达到预想的结果。截至 2010 年底，我国相关部门已在这方面开始着手准备，如 2010 年 12 月 24 日，国家发展和改革委员会曾表示，2011 年将加强农产品市场价格监管，严肃查处恶意炒作等不法行为，遏制过度投机。

五、防范境外热钱对我国金融体系冲击的锦囊[①]

在我国现行外汇体制下，国内呈现出人民币升值压力加大、国内利率以及房地产价格不断上升的经济形势。在这种形势下，境外热钱流入加剧，这将在更大程度上冲击我国金融体系的正常运行。因此，为了保证我国金融体系的正

---

① 黎友焕，龚成威，郭文美．境外热钱对中国金融体系的影响及对策［J］．云南财经大学学报，2010 年第 6 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常运行，我们必须完善我国的汇率形成机制，推进利率市场化，健全国际短期资本的监控机制。针对境外热钱对我国金融体系已经或可能造成的负面影响，我们必须提前做好准备，防患于未然。

（一）建立我国金融体系安全保障系统

1. 控制资本的非法流入

截至2011年第一季度末，我国国际资本流动的管理（资本项目管理）职责仍然比较分散。由于管理部门之间协调能力差，造成互相牵制，影响管理效率。因此，在管理上应由中央银行牵头，建立一套科学的国际资本流动的管理框架。而完善、明确各部门的职能定位和合理分工应是其中的重要组成部分，加强对资本流动的中间环节（金融机构、社会中介机构）的监管应是重中之重。在具体实施中外汇管理机关、海关、外汇指定银行要协同配合，加强外汇的结售管理、加强对远期信用证的管理、加强对外资企业和涉外机构的管理。

2. 金融与资本项目的开放要坚持谨慎原则

金融与资本项目开放不仅要与我国的经济发展水平和对外贸易量相适应，更要与我国的综合宏观调控能力和国家整体竞争力相适应，过早开放可能会受到外部金融危机的冲击，导致境外热钱的大量进入，危害金融安全，滞后则可能错过经济发展的大好时机。

（二）推进利率市场化和汇率制度改革

境外热钱对我国利率政策有很大影响，同时也因为目前中国的汇率政策而影响货币政策的独立性。推进利率市场化和汇率制度的改革进程不可避免，具体来说，要注意以下问题：

1. 合理安排利率市场化和汇率弹性化的次序

我国应首先实行利率市场化，再逐步推进资本项目开放，最后推进汇率市场化和选择浮动汇率制（何慧刚，2007）[①] 但在实际过程中，可相互交叉、相互配合。也就是说，在我国放松资本项目管制的进程中，同时进行利率和汇率两个市场化的改革，并在利率市场化改革完成后，实现资本账户完全开放，最

---

① 王明益．刍议人民币汇率形成机制的改进［J］．金融与保险，2004，(4)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后完成汇率市场化改革。

2. 逐步放松利率管制，有序推进利率市场化

第一，利率市场化改革应从货币市场利率上寻找突破口，建立发达的同业拆借市场就成为利率市场化的基础工程；第二，进一步推出利率方面的衍生品，为金融机构提供风险对冲的工具；第三，建立完善的利率定价机制，实现存贷款利率定价的完全自主化；第四，进一步完善利率结构。

3. 实行汇率市场化，进一步推行汇率制度弹性化改革

放宽人民币汇率波动的幅度，在保持人民币汇率基本稳定的前提下，扩大汇率的浮动空间，使人民币名义汇率趋近于由真实的外汇市场供求关系决定的实际汇率，使汇率的形成机制能够适应国内经济和外部市场的需要，逐步推进人民币汇率市场化。①

（三）转化储蓄

储蓄向投资和消费的转化可以减少双缺口悖论的影响，缓解金融体系流动性过剩，能有效阻碍热钱的进入，破解热钱与流动性过剩的恶性循环。

1. 储蓄向投资转化

第一，政府应减少对经济运行的直接调控，赋予企业真正的投资决策权。第二，完善储蓄向投资转化的责任约束机制，确立企业的投资主体地位。同时应加快国有银行商业化进程，构建新型银企关系。第三，降低储蓄—投资转化的成本，如完善远期信用证。第四，建立和完善风险投资制度，充分利用国内现有的储蓄资源，为具有发展潜力和市场前景的科技企业提供资金支持。

2. 储蓄向消费转化

增加政府在完善社会保障体系、医疗体系、教育体系、缩小地区差异等方面的公共支出，鼓励合理消费。

总之，为抵御境外热钱对我国货币政策的冲击，就必须进一步完善人民币汇率形成机制，全面深化金融改革，加快金融市场发展，完善货币政策传导机制，提高货币政策调控的预见性、科学性和有效性，转化储蓄，促进国民经济

① 黎友焕，龚成威．热钱入境的特殊动因与潜在风险［J］．西安电子科技大学学报：社会科学版，2010，（1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又快又好地发展。

第五节 企业和个人如何从“金融鳄鱼”嘴下逃生的张良计

以上内容主要从宏观层面来说我们应该如何应对热钱带来的冲击，本节换个角度，将从微观层面来探讨作为市场主体的企业及个人如何在这热钱涌动的年代里洁身自好，不受热钱的冲击。

作为在热钱涌动阴影笼罩下的一员，我国每一家企业和个人不仅要认识、学会辨别热钱是什么，并严格要求自己遵守相关法律法规，洁身自好，不参与热钱流动过程中的任何一个环节，另外，我们还要学会保护自己，保护自身的财产不因热钱的冲击而贬值。

如何才能很好地保护自己不被“金融鳄鱼”伤害？笔者认为可以从以下几方面做起：

一、认识并学会辨别热钱

（一）企业和个人要认清热钱不是一个好东西

中国的崛起，给了国际投机者投机的机会，以短、平、快的运作手法，令他们可以在中国崛起的过程中分得一杯羹。在国际投机者眼中，我国市场是最大的一块蛋糕。与衰退的日本和危机四伏的欧美而言，中国政府强有力的控制措施，让投机者的风险从某种程度上降到了最小，而中国政府尚不健全的金融监管体制，也给了国际热钱可乘之机。

热钱的大量流入对我国那些急需资金来扩展业务的中下企业来说是一个巨大的诱惑。我国大部分的中小企业由于以下三点原因存在贷款难现象：一是中小企业自身实力弱小，固定资产有限。一旦出现亏损，可能出现资不抵债，银行就无法收回贷款；二是中小企业信用意识缺乏。诸如制度不健全、家族式管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理、经营不规范等问题，导致担保机构不愿担保；三是商业银行是以盈利为目的的企业。为中小企业贷款会付出更多的人力、财力，而贷款数额和大企业相比却相当于“零售”，大银行基于“风险最低、利润最大”的原则，不希望与中小企业合作。热钱的大量流入使有的企业把注意力转移到他们上面，想通过引用这些资金来发展自己。

然而热钱不是一个好东西，这些入境的国际热钱具有赤裸裸的投机性！有关热钱的概念、本性、入境的动因、入境的手段以及入境后对我国经济社有什么影响，上文都进行了仔细地介绍，作为中华人民共和国的一个个体和组织，我国的每个国民和企业都要认清楚：热钱不是一个好东西，大量的国际热钱流入我国境内，将会扰乱我们正常的经济秩序，给我们带来无法估量的损失。

广东社会科学院热钱专家黎友焕博士 2011 年 7 月 14 日接受和讯网采访时表示，一旦美国以外的资金回流到美国本土，这将会对新兴市场国家产生极大的影响，对于中国而言，影响最大的就是敏感性商品市场及房地产市场。他表示目前新兴市场国家的泡沫还不是特别大，美国现在其实还不愿意采取加息的手段回收流动性，但如果他的通胀还得不到有效的控制，那么也只能不情愿的加息，虽然这不会导致像 2008 年金融危机那样的严重后果，但即便如此，不排除新兴市场国家出现准金融危机的可能。

（二）如何从正常的资金往来中辨别出热钱

近年来一直存在着热钱的大量流入流出，严重影响我国正常的经济秩序，引起了国内政府管理者及学者的高度关注。然而至今，由于在期限以及投资与投机的区别等因素上存在分歧，因此无论是官方还是学术界关于热钱的概念都还没有达成一个统一的意见。概念不统一也就造成了对热钱认识的不统一。

本书写作的开始，笔者就曾认为热钱是资金持有者出于对货币预期贬值（或升值）的投资心理，或者受国际或地区间利率差收益明显高于外汇风险的刺激，在国际或地区间掀起大规模的短期资本。

依据以上定义，笔者认为首先港澳台等全世界华人，为赌人民币升值以及获取利差收益而把原本储蓄在境外的储蓄资金转移到国内来储蓄，这部分储蓄资金也应该属于热钱，另外还有那些在国际贸易中为赌人民币升值而进行的预付款（出口贸易中）、延迟付款（进口贸易中）或通过虚报进出口商品价格而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产生的差价金额等资金都属于热钱范畴。

总结起来，笔者认为判断一笔资金是否属于热钱可以从两方面来判断：第一，所有通过非法渠道入境的资金都应纳入热钱范畴，相信大家对何为合法途径、何为非法途径都很清楚，在此就不多说。第二，对于那些为赌人民币升值、资产价格上升以及想从中外利差中获得收益，但是通过合法途径入境的资金来说，也应将其纳入热钱范畴。

二、把握热钱的流动情况

正如前文一直强调的，热钱从诞生之日起就以追逐利润为目的，在全球范围内快速流动，寻找投机机会。因此我们可以利用它的这一本性，来判断这只鳄鱼何时进入我们境内又何时离开？甚至还可以判断，它入境后进入了我国哪个市场，何时进入的，又将何时撤离。

如果想准备把握热钱流动的相关信息，我们首先要搞明白，有哪些因素能够激起这只“金融鳄鱼”的兴趣，进而进攻这个国家或者地区、市场？

前文主要从人民币升值预期、中外利差、良好的资本市场、我国境内良好的投资环境等宏观层面因素分析了热钱为何进入我国境内，在此就不再多介绍。下面主要想再说说，热钱入境后，主导热钱将进入哪个市场的因素又有哪些呢？考虑到热钱的投机性，笔者认为，主导热钱进入哪种市场的因素可以概括为以下几点：第一，该市场并没有被政府严格管制，且具有可炒作的产品；第二，该市场上的产品投资周期短，便于资金撤出；第三，该市场发展前景看好，产品具有较大的升值空间；第四，该市场产品与人们生活息息相关，且可替代性比较差；第五，该市场上产品属于稀缺性产品。以上 5 点，我们在现实生活中，可以从房地产的炒作、股市的炒作、农副产品等大宗商品的炒作、油画收藏品的炒作中得到证实，2003 年以来，特别是 2007 年之后，大量境外热钱流入我国境内涌向我国房地产市场、股市，哄抬了我国房价、股价，进入 2010 年随着我国房地产市场的管制、股市的疲软，热钱这只“金融鳄鱼”又用它血腥的眼睛盯着了我国农副产品等大宗商品市场，一时间，“蒜你狠”“豆你玩”“姜你军”“辣翻天”等网络流行术语层出不穷。

了解热钱进入一个国家、地区或者市场的因素之后，我们可以在综合考虑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些因素的基础之上，再结合考虑国外相关经济、政策情况，最后做出判断这条“金融鳄鱼”是否已用其血腥的眼睛盯着目标地。

另外，我们也可以通过公式：热钱入境规模＝外汇储备增量－海关统计贸易顺差－实际利用外商直接投资，粗略估计一国或地区入境的热钱规模。用房价、股价波动以及其他市场产品价格的波动情况来判断热钱是否已进入该市场。

案例链接：

热钱涌动 大宗商品价格或“短空长多”

业内人士表示，从2011年年初以来大宗商品的价格趋势来看，金属和农产品的价格已经开始走弱。仍在高位的原油和贵金属价格，前者更多倚赖供给端偏紧，后者则是避险情绪上升的表现。目前来看，美元的短期反弹给大宗商品带来较大的压力，全球制造业的触顶回落，新兴市场为控制通胀而持续紧缩导致需求端的疲软、企业盈利预期下滑导致的被动式去库存给大宗商品以极大的下行调整压力。而去泡沫化（持续的货币紧缩高压势态）与去库存化（持续紧缩下，销售困难与需求偏弱，导致企业被动去库存压力较大）仍将是二季度国内商品市场的主体，商品市场大多数品种的重心将持续下移。

永安期货首席宏观与策略分析师阳大顺指出，如果美国的量化宽松政策结束，将导致美元走强以及商品价格下跌。而市场对美联储流动性措施即将结束的预期已迅速拉高大宗商品与美元的负相关性，市场的紧张情绪将会一直持续到QE2结束。此外，全球主要新兴经济体都为应对高通胀而采取持续的紧缩措施，这已经对大宗商品的实际需求产生了一定的压制作用，未来这种全球性紧缩的负面影响将会显现。

业内人士认为，目前来看，欧洲和美国的“紧缩政策”进度比市场预期的要慢，比如欧元区暂缓6月份加息，美联储在结束QE2以后还将维持其资产负债表规模，日本为应对灾后重建将继续维持大规模流动性支持，而且大宗商品的供需基本面也未出现重大的变化。在这样的情况下，短期大宗商品下跌风险较大，但长期来看，大宗商品的牛市格局没有出现逆转。

由上海期货交易所主办的“第八届上海衍生品市场论坛”于5月28～29日举行。与会人士普遍认为，未来大宗商品价格的走向与错综复杂的世界经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

密切相关，现阶段全球经济复苏正面临着诸多不确定因素。全球投机资本在发达国家和新兴市场之间的流动也是影响期货价格波动的一个重要“幕后推手”。目前来看，如果基本面不发生根本性变化，未来全球大宗商品价格总体可能呈现“短空长多”的走势。

（资料来源：汤池，热钱涌动 大宗商品价格或“短空长多”[N]，中国证券报，2011 -05 -30 。）

三、克服“羊群效应”，进行理性投资

以投机为目的的国际热钱入境后进入某个市场，必将会给该市场带来一定程度上的虚假繁荣，吹起该市场的价格泡沫。作为一名投资者，遇到这种情况，如果不能够忍住诱惑，透过现象看到价格上升的本质，盲目跟风进入该市场，一旦热钱撤离，泡沫破灭，必将损失惨重。拿热钱如何通过股市卷走投资者血汗钱的案例来说，由于我国的股票市场发展时间较为短暂，本身不可避免存在着信息不对称、市场无序性等缺陷，再加上我国股票市场供需矛盾、结构矛盾以及市场参与者不成熟等诸多因素，使目前我国股票市场投机风气较为浓重，这就吸引着境外热钱进入我国股票市场进行炒作。当热钱大举进入股票市场，股票市场流动性过剩将会抬高资产价格，由于流动性过剩激活了股票市场，大幅上涨的行情给国内外投资者带来了巨大的财富效应，一部分投资者因此获利丰厚，从而吸引越来越多的人参与资本市场投资和投机。然而一旦股市价格高到一定程度，热钱已获大量猎物必将带着这些猎物撤离，最后由盲目跟风的投资者买单，2007 年 10 月至 2008 年 10 月就是一段血淋淋的验证史。

另外，热钱入境后不仅在我国房地产市场、股票市场、大宗商品市场等吹起了泡沫，而且还助长了我国企业家的投机心态，破坏了企业所处产业的结构化成长。从资本市场来看，热钱往往在短期内使得二级市场的股价和股权投资市场的价格出现了超正常范围的上涨，这种过度上涨，使得部分企业家将其经营的精力转移到了对资本市场的投机追求上，一旦资本市场泡沫被戳破其后果可想而知。从产业结构上来看，热钱往往蜂拥趋于某一热点领域，而无视整个行业链条各单元的同步成长，在“羊群效应”下，企业家们也纷纷投资这些领域，其结果是，某个行业链条的某一段会被快速地催生壮大，而在得不到上下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

游产业同步成长的支撑下，这一局部在热钱获利撤走后而陷入萧条，投资到这个领域的企业家们将以一个什么样的结尾收场也可想而知。

克服“羊群效应”，运用自己所掌握的综合知识判断价格上涨背后的深层次原因、把握热钱助推价格上升的规律之后进行理性投资，不仅可以帮助投资者避开盲目跟风带来的损失，而且读者如果能够真正掌握热钱助推价格上升的规律，可以利用该规模选择合适的进入和退出时间来赚取丰富的利润。

四、洁身自好，不参与热钱流动的任一环节

热钱这个强盗之所以能够大量的越过我国金融管理当局设置的种种防线进入我们境内，必然是得到了“内鬼”的接应。这里所说的内鬼主要是指我国境内那些为牟取高额利润，不惜践踏我国法律，参与帮助热钱流入或流出的企业及个人。作为市场主体企业以及个人在经济活动中，应自觉树立社会责任意识，稳健经营，科学发展，加强自我管理，严格遵守各项外汇管理政策，依法办事。

我国绝大部分的企业和个人都是一个守法的良民，但是也存在一小部分企业和个人，没有树立社会责任意识，为了追求自身眼前的一点利益，置全国人民的利益于不顾，不惜冒着被法律惩罚的危险采取虚假交易或欺骗手段，收取无真实贸易背景的预收货款，进行外商投资资本金虚假结汇，实现个人分拆结售汇，违反外汇管理及相关管理法规导入“热钱”，历史告诉我们这些企业和个人是没有好的下场的。作为中华人民共和国的一员，我们应该本着为国家、为自己负责的心态，在日常生活或生产中洁身自好，不参与热钱流动的任一环节，做个守法的良民。

另外，从财富积累的角度来说，远离热钱也是一种很好的财产保护方法。目前，我国相关法律法规对参与热钱运作过程的企业和个人给予的惩罚还是比较严重的。我们不应该一叶障目，为了眼前的一点点利益，而牺牲更多的财富。

补充资料：

《中华人民共和国外汇管理条例》中规定的法律责任

第三十九条　有违反规定将境内外汇转移境外，或者以欺骗手段将境内资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本转移境外等逃汇行为的，由外汇管理机关责令限期调回外汇，处逃汇金额30%以下的罚款；情节严重的，处逃汇金额30%以上等值以下的罚款；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

第四十条 有违反规定以外汇收付应当以人民币收付的款项，或者以虚假、无效的交易单证等向经营结汇、售汇业务的金融机构骗购外汇等非法套汇行为的，由外汇管理机关责令对非法套汇资金予以回兑，处非法套汇金额30%以下的罚款；情节严重的，处非法套汇金额30%以上等值以下的罚款；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

第四十一条 违反规定将外汇汇入境内的，由外汇管理机关责令改正，处违法金额30%以下的罚款；情节严重的，处违法金额30%以上等值以下的罚款。

非法结汇的，由外汇管理机关责令对非法结汇资金予以回兑，处违法金额30%以下的罚款。

第四十二条 违反规定携带外汇出入境的，由外汇管理机关给予警告，可以处违法金额20%以下的罚款。法律、行政法规规定由海关予以处罚的，从其规定。

第四十三条 有擅自对外借款、在境外发行债券或者提供对外担保等违反外债管理行为的，由外汇管理机关给予警告，处违法金额30%以下的罚款。

第四十四条 违反规定，擅自改变外汇或者结汇资金用途的，由外汇管理机关责令改正，没收违法所得，处违法金额30%以下的罚款；情节严重的，处违法金额30%以上等值以下的罚款。

有违反规定以外币在境内计价结算或者划转外汇等非法使用外汇行为的，由外汇管理机关责令改正，给予警告，可以处违法金额30%以下的罚款。

第四十五条 私自买卖外汇、变相买卖外汇、倒买倒卖外汇或者非法介绍买卖外汇数额较大的，由外汇管理机关给予警告，没收违法所得，处违法金额30%以下的罚款；情节严重的，处违法金额30%以上等值以下的罚款；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

第四十六条 未经批准擅自经营结汇、售汇业务的，由外汇管理机关责令改正，有违法所得的，没收违法所得，违法所得50万元以上的，并处违法所得1倍以上5倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足50万元的，处50万元以上200万元以下的罚款；情节严重的，由有关主管部门责令停业整顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者吊销业务许可证；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

未经批准经营结汇、售汇业务以外的其他外汇业务的，由外汇管理机关或者金融业监督管理机构依照前款规定予以处罚。

第四十七条　金融机构有下列情形之一的，由外汇管理机关责令限期改正，没收违法所得，并处20万元以上100万元以下的罚款；情节严重或者逾期不改正的，由外汇管理机关责令停止经营相关业务：

（一）办理经常项目资金收付，未对交易单证的真实性及其与外汇收支的一致性进行合理审查的；

（二）违反规定办理资本项目资金收付的；

（三）违反规定办理结汇、售汇业务的；

（四）违反外汇业务综合头寸管理的；

（五）违反外汇市场交易管理的。

第四十八条　有下列情形之一的，由外汇管理机关责令改正，给予警告，对机构可以处30万元以下的罚款，对个人可以处5万元以下的罚款：

（一）未按照规定进行国际收支统计申报的；

（二）未按照规定报送财务会计报告、统计报表等资料的；

（三）未按照规定提交有效单证或者提交的单证不真实的；

（四）违反外汇账户管理规定的；

（五）违反外汇登记管理规定的；

（六）拒绝、阻碍外汇管理机关依法进行监督检查或者调查的。

第四十九条　境内机构违反外汇管理规定的，除依照本条例给予处罚外，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，应当给予处分；对金融机构负有直接责任的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员给予警告，处5万元以上50万元以下的罚款；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

第五十条　外汇管理机关工作人员徇私舞弊、滥用职权、玩忽职守，构成犯罪的，依法追究刑事责任；尚不构成犯罪的，依法给予处分。

从此管理条例中我们可以明显看出，针对制裁那些置国家利益于不顾参与热钱流动过程中的行为，政府已出台非常严厉的惩罚措施，无论是针对机构单位还是个人，只要触犯该管理条例、非法参与热钱流动过程都将受到严厉的惩罚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六节　目前我国反热钱战争取得哪些成果

目前我国反热钱取得的成果主要表现在相关法律法规的出台以及打击热钱行动的展开。

一、出台相关法律法规

（一）针对监管房地产中热钱出台的法律法规

2006 年 7 月 24 日，国家发改委、建设部、商务部等六部委联合签发《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》（简称“171 文件”），该文件明确指向房地产市场中的外资，并在许多方面制定了严格的限制。2006 年 9 月 4 日，作为“171 文件”的细则补充，国家外汇管理局、建设部又联合发布了《关于规范房地产市场外汇管理的通知》（简称“通知”），该《通知》旨在加强外资投资房地产领域的外汇管理，对外资投资房地产进行一定的限制。

外资进驻由于享有一定的税收优惠，所以就其具有比境内资金更大的优势来进入房地产领域，而凭借这些优势，往往会挤兑境内投资者或投资机构，形成不公平竞争。为消除这些不平等待遇 2007 年 3 月 1 日，《企业所得税法》出台，规定自 2008 年 1 月 1 日起，内、外资企业统一适用 25% 的税率。

2009 年密集出台一系列楼市调控政策后，中央再度出手打击炒房。2010 年 1 月 10 日，《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（简称国十一条）下发，从形式上看，“国十一条”主要重申和细化了“国四条”，然而其措辞明显比后者严厉，抑制性的内容远多于支持性的内容。

2010 年 4 月 17 日，国务院为了坚决遏制部分城市房价过快上涨，发布《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（简称“国十条”）。

2011 年 1 月 26 日，国务院为了进一步落实地方政府责任、加大保障性安居工程建设力度、调整完善相关税收政策，加强税收征管 、强化差别化住房信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷政策、严格住房用地供应管理、合理引导住房需求、落实住房保障和稳定房价工作的约谈问责机制以及坚持和强化舆论引导而颁发了《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（简称“国八条”）。

（二）针对监管股市中热钱出台的相关法规

我国外汇管理局对于期货及股票市场中热钱的监管也颁布了一系列的法律法规，如下表所示：

表 6.1 我国外汇管理当局对证券市场监管的法律法规①

时间	法律法规名称	备注
2004 年 10 月	《国家外汇管理局关于印发 <金融机构大额和可疑外汇交易报告管理办法实施细则> 的通知》	对超过一定金额以上的大额和可疑外汇交易进行及时跟踪；在资本项目下采取了管制措施
2008 年 8 月	《国家外汇管理局综合司关于完善外商投资企业外汇资本金支付结汇管理有关业务操作问题的通知》	外商投资企业向银行申请资本金结汇：事先应当经会计师事务所办理资本金验资；会计师事务所向外汇管理局办理验资征询后；会计师事务所出具验资报告；银行方可为外商投资企业办理结汇，其累计结汇额不得超过累计验资额。规定中明确指出结汇所得人民币资金除非经商务主管部门批准，不得用于境内股权投资；除外商投资房地产企业外，不得购买非自用境内房地产；除非符合有关规定，否则资本金结汇所得不得用于证券投资。这项措施借助法令的强制性，杜绝资本项目下的资金进入热钱的主战场—房地产市场证券市场和股权投资领域
2008 年 8 月	《中华人民共和国外汇管理条例》	境外机构，境外个人向境内直接投资或从事有价证券或者衍生品产品发行或交易，需经有关部门批准或备案后，到当地外汇管理局办理登记。从制度上对国外直接投资和 QFII 进行严格控制和管理

① 资料来源：黎友焕编著．热钱暗战［B］．广东经济出版社，2010 年 11 月第 1 版，208～209。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

时间	法律法规名称	备注
1997 年 10 月	《境内外汇账户管理规定》	严格了国外证券投资者外汇账户的设立与监督
2001 年 2 月	《关于境内居民个人投资境内上市外资股若干问题的通知》	对境内居民开放 B 股市场
2002 年 11 月	《境内合格境外机构投资者证券投资管理暂行办法》	引入合格境外机构投资者，规范境外投资机构在我国的行为，维护我国证券市场发展
2006 年 8 月	国家外汇管理局《关于基金管理公司境外证券投资外汇管理有关问题的通知》	就证券投资中的资本流动而言，体现了我国对资本流入流出的严格管制

（三）针对外汇管理出台相关法规

2009 年 11 月 26 日，国家外汇管理局发布了《关于进一步完善个人结售汇业务管理的通知》，对个人分拆结售汇行为实行了针对性管理，并进一步规范和明确了相关业务办理要求，在更加便利正常的个人外汇收支活动的同时，切实防范异常资金通过个人渠道流出流入。

2011 年 3 月 30 日，国家外汇管理局发布《关于进一步加强外汇业务管理有关问题的通知》。通过四个方面的措施来阻击热钱的进入：加强银行结售汇综合头寸管理，加强转口贸易外汇管理，下调企业货物贸易项下预收货款和 90 天以上延期付款项下可收（付）汇额度的基础比例，并降低境内金融机构短期外债指标规模。

2011 年 6 月 3 日，中国人民银行发布《关于明确跨境人民币业务相关问题的通知》，为了更好地规范资金的正常往来，引导境外资金合理回流国内，并进一步加强对海外热钱的监管，通知指出，外商直接投资人民币结算业务目前处于个案试点阶段。目前人民币外商直接投资业务试点对国家限制类和重点调控类项目暂不受理。同时通知要求境外参加银行只可为内地企业作为收款或付款方的贸易项目办理人民币购售业务，不能办理与内地企业无直接贸易往来支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付的人民币购售业务。

二、行动上取得了哪些收获

为严厉打击热钱等异常跨境资金流入，维护国家经济金融安全，2001 年 9 月，经国务院批准，公安部与国家外汇管理局联合成立了“全国打击非法买卖外汇违法犯罪活动联合办公室”，负责指导协调双方在打击非法买卖外汇、洗钱等犯罪中的协作配合工作。2003 年 11 月，公安部与国家外汇管理局制定了两部门外汇领域反洗钱合作规定。另外从 2010 年 2 月开始，国家外汇管理局在 13 个外汇业务量较大的省（市）组织开展了应对和打击热钱专项行动，有针对性地对重点主体、重点渠道热钱流入进行查处。按照既定的行动方案，截至 2010 年 5 月底已完成现场检查阶段工作，发现查实了一批典型案例和涉案主体，专项行动取得了阶段性成果。

截至 2010 年 5 月底，此次专项行动共计非现场排查跨境交易 347 万笔，累计排查金额 4400 多亿美元，已查实 190 起涉嫌违规案件，涉案金额 73.5 亿美元，其中已办结 6 起，涉案金额 2700 多万美元①。在此次专项行动中，外汇局查处了 9 家银行分支机构涉嫌外汇业务违规，这 9 家机构分别为中国建设银行股份有限公司江门市分行、中国农业银行股份有限公司成都光华支行、中国银行宁波镇海支行、中国银行西宁古城台支行、德国北德意志州银行上海分行、东亚银行（中国）有限公司广州分行、中国农业银行股份有限公司伊春市分行、中国工商银行股份有限公司福建省分行营业部辖属台江支行及鼓楼支行。此外，尚有一批线索待进一步查实。专项行动中，外汇局进一步完善了检查方法，特别是在前期非现场检查阶段更多运用电子化手段进行监管数据的比对分析，确定线索后再有针对地查核落实，从而保证了大多数涉汇主体正常的贸易投资活动不受影响。

专项行动数据初步显示，我国跨境资本流动及外汇收支总体上是合法合规的，尚未发现境外热钱有组织、大规模流入境内。违规流入的热钱多采取“蚂蚁搬家”方式，呈现多点式、渗透的特点。热钱违规流入的主要渠道集中在传

① 资料来源：应对和打击热钱流入专项行动取得阶段性成果［N］. 国家外汇管理局，2010-05-25。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统的贸易和投资领域，包括贸易、服务贸易、外商直接投资、银行和个人等，并发现个别商业银行存在未能严格执行相关规定，甚至“变通”协助经营主体规避外汇监管的行为。从去向上来看，热钱流入后有的从事超业务范围的融资活动，或者直接或辗转流入房地产等热点领域。

下一阶段，外汇局将继续排查有关案件线索，同时集中力量处理查实违规案件，并依法给予处理。对于检查中发现的新情况、新问题，将积极加强与相关部门的协调，发挥监管合力，不断提高应对和打击热钱流入的针对性和有效性。

进入2011年，外汇管理局上海市分局、浙江省分局、山东省分局、四川省分局，中国人民银行青岛市中心支行、拉萨中心支行、淮南市中心支行等纷纷召开2011年工作会议，并明确把“严厉打击热钱等违法违规资金流入，提高打击的有效性和针对性”作为2011年工作的重要任务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

[1] 黎友焕．揭秘地下钱庄［M］．经济日报出版社，2011.

[2] 黎友焕．金融危机与热钱流动研究前沿报告［M］．社会科学出版社 2010.

[3] 黎友焕．热钱暗战［M］．广东经济出版社，2010.

[4] 黎友焕．国际金融［M］．经济管理出版社，2006.

[5] 黎友．黎友焕谈热钱［M］．社会科学出版社，2008.

[6] 黎友焕．热钱与经济安全［C］．世纪大讲堂．中国的困惑［M］．陕西师范大学出版社，2010. .

[7] 黎友焕. 2008：黎友焕时事评论录［M］．社会科学出版社，2009.

[8] 何泽荣，徐艳．论国际热钱［J］．财经科学，2004（2）.

[9] 黎友焕．警惕境外热钱异常流动［J］．银行客户，2008（6）.

[10] 黎友焕，龚成威．热钱入境的特殊动因与潜在风险［J］．西安电子科技大学学报（社会科学版），2010（1）.

[11] 张明，林晓红．当前热钱大规模流入我国的原因及对策［J］．中国党政干部论坛，2008（7）.

[12] 苏多永，张祖国．“热钱流出之谜”与隐性资本流动——对热钱流动规模的重新估算［J］．理论研究，2010（6）.

[13] 李扬．对“热钱”问题的几点看法［J］．中国经贸导刊，2008（19）.

[14] 国家外汇管理局国际收支分析小组. 2010 年中国跨境资金流动监测报告．国家外汇管理局网，http：//www. safe. gov. cn/model_ safe/news，2011 - 04 - 30.

[15] 常春凤，欧阳丽．国际游资涌入我国的原因与对策［J］．山东经济，2005（2）.

[16] 胡泽铭．关于热钱入境的原因、风险及其政策建议［J］．经济研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导刊，2010（26）.

［17］黎友焕．论境外热钱流入我国的三大热点问题［J］．广东培正学院学报，2008（1）.

［18］林楠．试论我国货币稳定与金融开放的政策空间［J］．现代财经，2010（7）.

［19］谢春凌．浅析流入我国境内国际热钱规模的估算方法［J］．宏观经济，2009（10）.

［20］周晴．热钱管制的国际实践与启示［J］．中国金融，2010 年（12）.

［21］张萍．对热钱流动监管的国际经验及对我国的借鉴［J］．武汉金融，2010（6）.

［22］王军．短期国际资本流动对我国的影响与防范［J］．中央财经大学学报，2010（12）.

［23］邓永亮．热钱”对我国资产价格影响的实证研究［J］．当代经济科学，2010（7）.

［24］施建淮．中国应对资本流入的政策选择［J］．经济社会体制比较（双月刊），2010（3）.

［25］黎友焕，王凯．热钱流入对中国经济的影响及其对策［J］．财经科学，2011（3）.

［26］黎焕友．境外热钱奔袭中国楼市［J］．西部论丛，2007（11）..

［27］黎友焕．理性分析通胀预期［J］．西安电子科技大学学报（社会科学版），2010（2）.

［28］黎友焕．境外热钱对我国房地产市场的影响及其对策研究［J］．金融与经济，2008（2）.

［29］黎友焕．警惕境外热钱异常流动［J］．金融博览（银行客户），2008（6）.

［30］黎友焕，杜彬．论我国贸易顺差的几个问题［J］．广西社会科学，2008（5）.

［31］黎友焕，龚成威，郭文美．境外热钱对中国金融体系的影响及对策［J］．云南财经大学学报，2010（6）.

［32］黎友焕，郭文美．当前地下钱庄的影响及其对策分析［J］．福建师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

范大学学报（哲学社会科学版），2008（5）.

[33] 黎友焕，王凯. 财政科技投入与中国经济增长关系的实证分析［J］科技管理研究，2010（9）.

[34] 黎友焕，王凯. 改革开放30年财政支出与中国经济增长——基于省级面板数据的实证分析［J］. 华东经济管理，2010（1）.

[35] 黎友隆，黎友焕. 论境外热钱的监控［J］. 创新，2010（4）.

[36] 王凯，黎友焕. 金融危机下贸易保护主义的新特征及我国的对策［J］. 未来与发展，2009（10）.

[37] 黎友焕，李双双. 加强监管防范潜在的金融风险［J］. 南方，2009（11）.

[38] 黎友焕，黎友隆. 论境外热钱流入途径［J］. 深圳金融，2010（8）.

[39] 曹明福，黎友焕. 境外热钱冲击我国金融体系［N］. 中国贸易报，2008－08－14.

[40] 郭文美，黎友焕. 中国宜减少外汇储备中美元数量以降低热钱风险［J］. 中国与世界观察，2008（2）.

[41] 黎友焕. 后金融危机下的全球经济发展新形势及对北京未来发展的启示［C］. 2009北京博士后学术论坛论文集［M］. 2009北京博士后学术论坛，2009年12月23日.

[42] 黎友焕. 后改革时代的坚守与担当：深圳经济特区未来三十年发展的再思考［C］. 后改革时代的中国经济与城乡社会经济一体化［M］，2010中国经济学管理学博士后论坛（西安），2010年10月21～23日.

[43] 黎友焕，丘新强. 热钱瞄准三四线地产［N］.《证券市场周刊，2011（5）.

[44] 黎友焕. 热钱瞄准喀什［N］. 证券市场周刊，2010－08－07.

[45] 陈钧. 我国证券市场开放中的短期资本流动风险［J］. 上海金融，2010.5.

[46] 黎友焕，李双双. 疏导胜于堵截［J］. 中国外汇，2010（3）.

[47] 黎友焕. 从热钱流动看金融危机对中国影响［N］. 中国贸易报，2008－12－11.

[48] 张斌. FDI热钱涌入 房地产业利用外资同比增逾五成［N］. 经济观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

察报. 2010-10-30.

[49] 傅勇涛，夏冠男. 新兴经济体遭遇“钱流”积极寻求应对良策［N］. 新华08, 2011-04-17.

[50] 国家外汇管理局国际收支分析小组. 2010年中国跨境资金流动检测报告. 国家外汇管理局，http://www.safe.gov.cn/model_ safe/search.jsp.

[51] 周鹏峰. 监管存盲点 热钱巧用贸易渠道潜入［N］. 上海证券报，2008-08-13.

[52] 王蕾. 专家建议用“中国需求”争取大宗商品定价话语权［N］. 经济参考报，2010-05-28.

[53] 黎友焕. 境外热钱助长国内房地产泡沫 威胁经济稳定［N］. 中国贸易报，2008-07-10.

[54] 王天赐. 评论：中国企业应理性看待热钱 考虑自身驾驭能力［J］. 中外管理，2010年9月.

[55] 夏跃强. 国际热钱流入的经济影响与对策［J］. 特区经济，2008年11月.

[56] 谷秀军. 易纲：防范“热钱”要标本兼治多方配合［N］. 金融时报，2010年03月09日.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

从事国际金融和国际贸易研究是我多年来的工作，2007 年年初开始到现在我很多精力和时间花在了对热钱和“地下钱庄”的研究工作。应该说，除对“企业社会责任”研究外，“金融”特别是“热点金融问题”是我的第二个研究方向。到目前为止，共发表了 60 多篇有关金融热点问题的学术论文，公开出版发行了《国际金融》（经济管理出版社 2006 年版）和《黎友焕谈热钱》（香港社会科学出版社有限公司 2008 年版）等个人学术专著。

2010 年 1 月 23 日，应凤凰电视台的邀请，在该台《世纪大讲堂》主讲“热钱与中国经济”后，不少出版社纷纷向我约稿，相继出版了《热钱暗战》（广东经济出版社 2010 年 11 月版）、《金融危机与热钱异常流动研究前沿报告》（香港社会科学出版社有限公司 2010 年 12 月版）和《揭秘地下钱庄》（经济日报出版社 2011 年 1 月版）等个人学术专著。以上这几本专著出版后，得到广大读者的认同和支持，于是广东经济出版社姚丹林社长和萧广华编辑提出再次向我相约撰写相关的选题，本套系列丛书的选题都是姚丹林社长提出的，广东经济出版社的其他多位编辑也一起参加了讨论选题及其相关内容。

广东经济出版社提出选题后，我召集了我的研究团队进行了深入探讨，先后得到了邓江年、魏升民、陈小平、丘新强和戚志敏等朋友的响应和参与。本书就是戚志敏和我共同的研究成果。也是我主持的教育部人文社科基金项目“中国金融风险防范问题研究——基于境外热钱在中国大陆异常流动背景”（10YJA790085）的阶段性成果。

广东省社会科学院院长梁桂全研究员于 2007 年批准成立“广东省社会科学院‘境外资金在我国大陆异常流动研究’课题组”，指定我当该课题组长，几年来一直关心和支持课题组的系列研究工作，先后给课题组交办了多项“上级交办课题”，课题组先后也给有关部门提交了几十份研究报告，受到社会的关注和好评。梁院长尤其是对本套系列丛书的撰写工作予以大力支持，对系列丛书的撰写出版工作提出了很多意见和建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的博士后合作导师：北京交通大学经济管理学院院长刘延平教授对我开展金融热点问题研究也予以大力的关心和支持，在他的主持下，成立了《国人财富保卫方略》丛书编辑委员会，编委会的多位专家对本套系列丛书的内容也提出了很多修改建议和撰写意见。

广东省社会科学院《境外资金在我国大陆异常流动研究》课题组的王凯博士、曹明福博士、郭文美博士、白云飞博士、郭纹廷博士、杜彬、龚成威、李双双、王星、路媛、文志芳、张艳、李超、齐晓龙等同志为本套系列丛书的出版给予大力支持和帮助，广东省社会科学院广东发展数据库为本系列丛书也提供了很多资料，广东省社会科学综合开发研究中心的全体人员和北京交通大学经济管理学院的师生们也为本套蓝皮书的撰写提供了方便和服务。在此，一并致谢！

黎友焕

2011 年 5 月 18 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

热钱的偷袭

我们如何应对

Reqian De Touxi Women Ruhe Yingdui

这套丛书所阐述的问题，对我国经济运行、经济秩序、经济环境有重大影响，是当前最受政府和老百姓关注的焦点。实际上，这些问题是相互关联、互为因果的，将其集中起来阐述并作为丛书出版，在一定程度上可以帮助广大国民排忧解惑、指点迷津。

——著名经济学家、原中国社会科学院经济学研究所所长 张卓元

这套丛书全方位反映了我国的经济热点问题，既涉及宏观经济层面上的经济和社会稳定、产业与金融安全、国家财富的保障，更关乎老百姓的民生和幸福感，丛书阐述问题的知识背景、发展过程及动态、政策建议固然重要，但告诉国民如何掌握应对市场变化和金融风险的措施以及保卫个人财富的方法更为可贵，因为提出问题是为了解决问题。

——中国社会科学院工业经济研究所所长、《中国经营报》社长、著名产业经济学家 金 碚

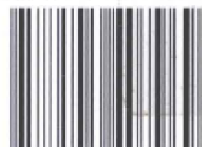
近年来，通胀、投机、汇率、热钱、泡沫、滞涨和利率等问题，已成为困扰我国经济领域的重要因素。在国际经济动荡不安、提振乏力的大环境下，这些问题有愈演愈烈的趋势。成长中的中国经济面临着严峻的考验！蹒跚起步于改革开放之后、脆弱的国民财富，在通胀、投机、热钱等金融大鳄的夹击之下，更是时刻面临着灭顶之灾！因此，运用专业知识与学养，透视剖析经济领域的乱象与危机，唤醒民众，打响国民财富的保卫战，已是当务之急。这套丛书便是此类教育民众，唤醒民众的知识利器！

——中山大学教授、广东经济学会长、著名经济学家 王 珺

聚焦钱流，中小企业面临融资困难、经营环境恶劣的巨大难题。这些难题与丛书所阐述的热钱、汇率、利率、投机、通胀、滞胀、资产泡沫等经济乱象环环相扣，丛书介绍了有效的解决之道，值得一读。

——著名企业家、广东志高空调股份有限公司董事长 李兴浩

ISBN 978-7-5454-0796-9



定价：35.00元